

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1988/43

DE WESTERSE ECONOMIE NA DE KRACH

Louis BAECK

maart 1988

D/1988/2020/02



INHOUDSTAFEL

- I. SITUERING VAN HET PROBLEEMVELD**
- II. DE KRACH VAN 19 OKTOBER 1987**
- III. HET FINANCIEEL EN ECONOMISCH KRACHTENVELD**
- IV. DE NAWERKING VAN DE KRACH**
- V. HET MONETARISME EN DE FINANCIARISERING**
- VI. HET JAAR 1992 IS BEGONNEN**
- VII. BESLUIT**

I. SITUERING VAN HET PROBLEEMVELD

De beurskrach van 19 oktober 1987 belooft, zoals haar voorganger van 1929, een historische ankerplaats te worden in de economische literatuur. Het woordenboek geeft van het begrip "krach" volgende omschrijving: "ineenstorting van een handelshuis, van een bank of een beurs, in het bijzonder zulk één die andere meesleept en daardoor een crisis veroorzaakt". Het zou voorbarig zijn nu reeds een economische crisis als automatisch gevolg van de krach in het vooruitzicht te stellen. Hiervoor lijken ons de historische probleemvelden van 1929 en 1987 te verschillend. Maar het meesleep-effect heeft zich gemanifesteerd. De krach van Wall Street ging als een schokgolf door de westerse aandelenbeurzen. Tijdens de week van 19 oktober spiraalden ze allen, sneller dan op "Black Friday" van 1929, naar beneden.

Het is niet onze bedoeling een gedetailleerd verhaal te brengen van deze ingrijpende herschikking van de beurskoersen. De financiële pers heeft de krach reeds op basis van overvloedig cijfermateriaal beschreven en gecommentarieerd (1). De voorliggende analyse is in feite een vervolg van onze vorige studie (2). We beogen een globale perspectivering van het gebeuren, met enige afstandsname van de actualiteit. Als inleiding hiertoe wordt het krachtenveld van de westerse economie omschreven om de recente kenteringen hierin te verhelderen.

1. De hiërarchische verschuiving.

Sinds het begin van de jaren tachtig is de economische verhouding tussen de drie kernlanden (de Verenigde Staten, Duitsland en Japan) ingrijpend veranderd.

-
- (1) De krach belooft een publicistische topper te worden. Op dit ogenblik zijn, naar mijn weten, reeds twee boeken op de markt: J. Davidson & W. Rees-Mogg, *Blood in the Streets: investment profits in a world gone mad*, Londen, 1987 en L. Salem, *Le krach de 1987*, Parijs, 1987.
 - (2) L. Baeck, *De aandelenbeurzen, 1982-87: Het lustrum van de stier*, Leuven, L.E.S. n° 41, 1987.

In de eerste drie decennia na 1945 stond de hegemoniale leiding van de V.S. borg voor een zekere graad van consensus. Het vervagen van de militaire dreiging uit de Sovjet-Unie alsook de toegenomen economische sterkte en de recent gemanifesteerde nationale zelfzekerheid van Japan en Duitsland, ondergraven de Amerikaanse hegemonie. Japan bouwt een eigen hegemoniale sfeer uit in Zuid-Oost-Azië, onder de lidstaten van Asean. En in Duitsland noteert men een trend naar meer initiatiefname in "Mitteleuropa". Ook het groeipad en het macro-economisch beleid van de drie blokken volgen in stijgende mate een verschillende koers en richting, met asymmetrische inwerking op hun interne en externe kringlopen.

Na de monetaristische purge van de jaren 1979-82, geïnspireerd door Volcker en gericht op desinflatoire afkoeling, werd in de V.S. een exuberant beleid gevoerd van fiscale ontlasting met "benign neglect" voor het resulterend overheidsdeficit. Deze fiscale en budgettaire aanzwengeling van het verbruik verwekte een krachtige relance van de Amerikaanse economie. Sinds 1983 profileert zij zich als een enorme consumptiesamenleving die niet zonder gulzigheid aanzienlijke goederenstromen importeert en relatief weinig van haar eigen productie exporteert ; met een extern onevenwicht als nasleep. Aanvankelijk werd het gunstig wisselkoerseffect (hooggewaardeerde dollar) ter verklaring van het onevenwicht tussen import en export ingeroepen. Maar na de dalvaart van de dollar sleepte het extern onevenwicht, met stijgende kapitaalimport ter dichting van de bres, langer aan dan verwacht. Het automatisch aanpassingsmechanisme, zoals beschreven in de theorie, is immers niet algemeen geldend. Het mist ondermeer een goed deel van zijn kracht in de Verenigde Staten.

- a. Niettegenstaande het verlies aan hegemonie blijft de dollar reservemunt en sleutelvaluta, zodat de Amerikaanse economie haar externe schulden kan uitschrijven in eigen munt. Generaal de Gaulle noemde dit weleer "un privilège exorbitant".

Tot heden blijft het papier van de Amerikaanse overheid voor de centrale banken van het Westen een nog niet afgebouwd institutioneel monopolie en privilege. En Wall Street komt nog, niettegenstaande enkele ontgoochelingen, bij

vele buitenlandse beleggers over als een veilige haven met vele mogelijkheden en winstgevende financiële innovaties.

- b. De Amerikaanse verbruikers hebben meer schik gekregen in buitenlandse nijverheidsprodukten, waarvan sommige ook na de dollarafwaardering, een gunstige verhouding tussen prijs-kwaliteit wisten te behouden. Onzes inziens kan deze stroming van "buy foreign" niet los worden gezien van sociologische determinanten en mode-trends. De Amerikaanse bourgeoisie van de grote steden bolt nu bij voorkeur in Mercedes, BMW en Volvo. Belangrijk is hierbij dat de consumptie voor prestige of de "conspicuous consumption" zich nu op buitenlandse, d.w.z. op geïmporteerde goederen richt. De kleine burgerij der steden is gegrepen door een maatschappelijk nabootsingseffect, maar doet het met prijselijker Japanse wagens en hi-fi-installaties. Alleen de kleine en rurale gemeenschappen van het "heartland" houden het uitsluitend bij produkten van eigen makelij.

Voor de Amerikaanse industrie is dit monopolieverlies van de sociaal bepaalde voorkeuren en competitiviteit op eigen markt een teken aan de wand. Het naoorlogse klimaat van "the first and the best" heeft bij de maatschappelijke trendsetters een deuk gekregen.

2. Het mercantilisme van de surplussers

Japan en Duitsland ontplooiën zich meer en meer als vlijtige spaarders en als noeste werkers, geschraagd door een expansief industrieel systeem dat op buitenlandse verovering uit is. Nu de militaire mislukking van de jaren veertig gecompenseerd werd door economisch succes, zetten zij hun energie en collectieve doelstelling op externe projectie via buitenlandse marktpenetratie. Het militarisme van de vorige generatie is omgeschakeld op mercantilisme in de huidige generatie. De militaire verliezers van 1945 boeken nu grote terreinwinst via hun buitenlandse investeringen gebaseerd op industriële prestaties. Voor de Verenigde Staten die bij mangel aan hun kapitaalaanbreng in recessie zouden gaan, is dit een pijnlijke ogenopener. Bij de zogenaamde "young tigers of the East" met name Zuid-Korea, Taiwan, Hong Kong, Singapore en weldra Maleisië, noteert men eenzelfde mercantilisme, gedragen door de collectieve wil van het systeem.

Loopt het in de jaren '90 uit op een economische krachtmeting tussen samenlevingen gemotiveerd door een collectieve doelstelling en tussen individualistische en meer op consumptie gerichte naties? Deze vraagstelling kan niet met zekerheid worden beantwoord. Zij heeft alleen tot doel de aandacht te trekken op de psychologische en socio-culturele dimensie van het economisch gebeuren. Onzes inziens worden deze in de naoorlogse economische theorie teveel verwaarloosd.

Wie zou na de beurskrach nog durven beweren dat socio-psychologische factoren weg te wuiven zijn als storende externe schokken in zogenaamde rationele financiële markten? Het mimetisme van de toonaangevende "makelaars" in Wall Street en elders lijkt ons even belangrijk bij de verklaring van de reikwijdte in de beursval, als de moderne communicatietechnologie of de computerisering van de markt. Economie en financiën kunnen niet los gezien worden van de historische, maatschappelijke en institutionele inbedding van het economisch gebeuren, die de psychologische motiveringen en gedragingen van de economische agenten ten dele kleuren en bepalen.

3. De mundialisering

De mundialisering is een transnationale vervlechting van economische en financiële kringlopen in een steeds uitbreidende actieradius, met als streeflimiet de wereldschaal. Deze transnationalisering bij middel van extensivering der kringlopen is een initiatief van privé ondernemingen en wordt gestuwd door een reeks van factoren waaronder de volgende belangrijk zijn: de produktiviteitsstijging van menselijke arbeid en kapitaal, de voordelen van schaal, de innovaties in de technologie der communicaties en in de informatica, de specialisatiedrang, enz. Deze door ondernemingen gestimuleerde transnationalisering is problematisch in de mate dat de internationale of interstatelijke samenwerking (het krachtenveld van de politiek nog onafhankelijke naties) hierop nahinkt. We beleven nu de dysfunctie en in sommige gevallen het conflict, tussen het begrip van de politieke soevereiniteit der naties tegenover de zich ontplooiende transnationale krachten.

In de jaren 1960-'70 heeft de transnationalisering van de verwerkende nijverheid (dus van de industriële productie), een hoge vlucht genomen. Sinds 1975 is de transnationalisering van de financiële bovenbouw (banken en andere financiële markthouders zoals geld- en kapitaalmarkten, beurzen) in versnelling gekomen. Deze ontwikkeling werd gevoed door verregaande de-regulering of door de afbouw van de belemmeringen in de transnationale kapitaalbewegingen.

In dezelfde periode hebben de instellingen van interstatelijke of inter-nationale samenwerking (GATT, OESO, IMF) aan invloed ingeboet. Vooral het IMF is verzwakt uit de jaren '70 gekomen, met het afzeggen van de Bretton Woods discipline. Deze werd vervangen door een systeem van nationaal monetarisme. Om zich af te schermen tegen de grillige fluctuaties van de vrij zwevende wisselkoersen is het EMS opgezet, met de Duitse mark als sleutelvaluta (Leitwährung). De transnationalisering in de financiële bovenbouw, in een officieel beleidsveld geïnspireerd door nationalisme in het monetaire domein, heeft meer drift gebracht in de op- en neergaande bewegingen van enkele centrale parameters zoals intrestvoeten en wisselkoersen.

4. De financierisering en de innovaties

In een monetaire economie worden goederen en diensten, alsook arbeidsinspanningen, vergoed en geruild tegen geld onder zijn verschillende vormen (baar geld, scripturaal geld, kredieten, enz.) en wordt het kapitaalbudget van de grote ondernemingen en de overheidsinstanties ten dele samengesteld op basis van portfoliopapier. In dit nationale en internationale kluwen van ruil en opbouw van financieringsmiddelen spelen verschillende financiële intermediairs (banken, holdings, kapitaalmarkten) vanouds een centrale rol. Sinds het ontluiken van de monetaire economie (ruil van goederen, diensten en productief vermogen van ondernemingen en overheidsdiensten tegen geld of financieel papier en omgekeerd) stelt zich een cruciaal probleem, met name het waardeprobleem van het geld en van het financieel papier onder al zijn vormen.

Sinds de Oudheid heeft men met dit waardeprobleem geworsteld en worden verschillende opvattingen gehuldigd :

- a. De geldwaarde vastgebonden aan een metallieke basis, b.v. de Gouden Standaard.
- b. De "valor impositus" of de geldwaarde vastgesteld en/of gecontroleerd door de prins of later door de centrale banken, b.v. het systeem van Bretton Woods, met relatief vaste interne en externe koopkracht.
- c. De opvatting van het kwantitatieve monetarisme, dat het geld en het krediet als "neutrale" ruilmiddelen percipieert in de economische kringloop. Teneinde de "neutraliteit" te behouden moet de hoeveelheid geld en krediet liefst parallel evolueren met het reële produkt ; dit om inflatie te vermijden. De kostprijs van geld en krediet (intrestvoet) en de externe koopkracht (wisselkoers) worden in deze perceptie herleid tot vrij fluctuerende marktvariabelen. Vanuit dit kwantitatief en nationalistisch monetarisme wordt supranationale coördinatie afgezegd ten bate van transnationale vrije marktmechanismen.

De ontwikkeling van het nationaal monetarisme op basis van een kwantitatieve regie van geld- en kredietvolumes, gekoppeld aan een ver doorgedreven deregulering van de financiële bovenbouw (transnationale kapitaalmarkten) in een economisch krachtenveld gekenmerkt door aanzienlijke externe onevenwichten, heeft voedsel en stimulus gegeven aan de financierisering van de westerse economie. Door financierisering wordt bedoeld een vermenigvuldiging van financiële kettingreacties die een steeds groter meervoud vormen van de kringlopen in de reële sfeer : de sfeer van goederen, arbeidsprestaties, produktie, import, export, transport, enz.

De nationale inperking van de geld- en kredietvolumes werd op vindingrijke manier doorbroken met transnationaal portfoliopapier onder vele nieuwe vormen (3). In deze stijgende financiering van de westerse economieën kan men twee fasen onderscheiden :

a. De OPEC-fase

De recyclage van de petrodollars van enkele woestijneconomieën met lage nationale absorptie van middelen, verwekte de eerste golf inzake transnationale versassing van surplus- naar deficitlanden in de Derde Wereld. Hierin speelden de grote banken van de kernlanden de rol van intermediair. Opmerkenswaardig is dat enkele Amerikaanse en Europese banken zich in deze middelenversassing ook met eigen middelen engageerden en zich mettertijd te diep in de kredietverlening vast wrikten. Halfweg 1982 was de maat vol, vooral in Mexico en in enkele andere NIL. Er ontspon zich een saneringsoperatie die niet zo bevredigend werkte.

b. De kernlanden-fase

Na het exit van de OPEC-landen (prijsdaling petroleum) en de schuldenkater van enkele banken in de kernlanden en de NIL, deed zich een belangrijke wisseling voor tussen surplus- en deficitlanden. De Verenigde Staten ontpopten zich als gretige opnemer van externe spaarmiddelen, terwijl Japan en Duitsland zich aanboden als middelenverschaffer. Maar de competitieve surplusers zoals de Japanse en Duitse financiële intermediairs waren niet te vergelijken met de rentezoekende maar passieve geldplaatser, zoals de sjeiks. En de gesofistikeerde financiële markten alsook de grote ondernemingen van de Verenigde Staten waren er niet op uit om zich te infeoderen aan de harde wetten (vaste normen inzake termijnen van betaling en intrestvoeten) van het traditionele bankkrediet.

(3) Sommige innovaties zijn in feite niet zo nieuw als wordt voorgesteld en werden ontleend aan de technieken sinds vanouds aangewend op de uiteraard volatiele grondstoffenmarkten.

De geschiedenis leert ons dat wie van de nood een deugd wil maken, hierin kan geholpen worden door innovaties. Sinds het begin van de jaren '80 zijn financiële innovaties legio. Ter verduidelijking weze opgemerkt dat de financierisering niet enkel het gevolg is van de externe onevenwichten. De krachtige relance van de Amerikaanse economie, gekoppeld aan een lage spaarquote van de gezinnen en met "monetary restraint" van de overheid, verwekte een schuldeneconomie, waarin de ondernemingen direct op de nationale en transnationale kapitaalmarkt gingen; op zoek naar risicoloze financiële middelen.

De grootste Amerikaanse handelsbanken hadden ofwel enorme vorderingen op enkele landen van Latijns-Amerika ofwel op de binnenlandse agrarische sector in crisis. Dus beschikten zij over een beperkte manoeuvreerruimte inzake verlening van traditioneel bankkrediet. De investeringsbanken stapten dan maar in de bres met directe financiële middelenverschaffing op basis van obligaties en aandelenpapier. De golf van effectisering ging van start (4).

Maar toen kwam het aloude waardeprobleem weer op de proppen. Indien er reeds zovele percepties zijn over de waarde van het geld en bankkrediet (dat toch op een of andere manier onderworpen blijft aan controle van de nationale autoriteiten) hoe moet men dan de waarde inschatten van een aandeel in een onderneming en van een obligatie uitgeschreven door een transnationale firma zoals Euro-obligaties, of van het nog riskanter portfoliopapier, zoals een Junkbond, enz. ?

Aangezien de evaluatie inzake kredietwaardigheid van de uitgevers van dit papier en andere effecten grotendeels bepaald wordt door een kleine groep van trendsetters in de wereld van de toonaangevende investeringsbanken (Salomon Brothers, Merrill Lynch, First Boston, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Shearson Lehman, om er enkele van Wall Street te noemen) zijn deze waardeoordelen uiteraard subjectief, feilbaar en niet vrij van risico. Dit risico wordt nog verhoogd door de fluctuerende wisselkoersen en intrestvoeten die onverwachte substituties tussen obligaties en aandelen alsook tussen papier in de ene munt tegenover papier in een andere munt veroorzaken. Ter

(4) In het Engels secutarisation en in het Frans duidelijker nog titrisation genaamd.

dekking tegen de grillige schommelingen en de vele risico's (in de primaire markt tegenover de secundaire ; in de kontantmarkt tegenover de termijnmarkt ; in de opties en swaps tussen verschillende intrestvoeten en wisselkoersen ; in de effectenmarkt tegenover de toekomstmarkt op globale beursindices, enz.) zijn talrijke financiële innovaties gekomen.

Als illustratie weze hier de snelle expansie van het globale volume aan papier met een swapmogelijkheid (t.o.v. wisselkoers en/of intrestfluctuatie) vermeld. In het jaar 1982 bedroeg het globale volume van swapgerechtigd papier 44 miljard dollar ; in 1983 was het verdubbeld tot 78 miljard dollar ; in 1984 klom het tot 143 miljard ; in 1985 kwam een relatieve stabilisatie met 158 miljard ; in 1986 heropleving tot 200 miljard en 1987 eindigde met 259 miljard dollar.

Door het feit dat door de innovatieve verlenging (multiplicatie) van de financiële kringloop één oorspronkelijke commerciële of financiële operatie opgesplitst wordt in een ketting van suboperaties (b.v. een Amerikaanse firma emiteert portfoliopapier in Luxemburg in een specifieke munt met warrants in een andere munt geplaatst door een Engelse bank door nog een bijkomende intermediair, enz.) neemt de financierisering van de economie toe. Vermits in elke schakel winst wordt verwacht, begint na verloop van tijd deze financierisering zichzelf te voeden. De band met de reële sfeer van de economie wordt lossier. En het komt tot een gedeeltelijke verzelfstandiging van de financiële kringlopen. Vanuit de bankwereld wordt deze evolutie gepercipieerd als een desintermediarisering, d.w.z. een gedeeltelijke uitschakeling van traditioneel bankkrediet.

De bovenvermelde innovaties hadden hun oorsprong in de financiële wereld van de Verenigde Staten en vonden weldra navolging in de overige financiële markten van het Westen. Maar niet alle landen gingen er even uitbundig op in. De Duitse financiële wereld koestert tegenover deze innovaties en desintermediarisering een uitgesproken wantrouwen en houdt het bij de bankinstellingen als financiële intermediair.

De expansie van de financiële bovenbouw werd sinds het begin van de jaren '80 gestuwd door twee stromen van financiering :

- a. De kwantitatieve stijging van de primaire financiële enveloppes, met een toenemende proportie onder stuwning van de effectisering.
- b. De verlenging van de reeds vermelde "omwegproductie" waarbij één primaire commerciële operatie, voor redenen van risicodekking, aanleiding geeft tot vele "afgeleide" financiële operaties.

In de toenemende financiering van de westerse economie werd de groei van het traditionele bankkrediet overvleugeld door de effectisering, d.w.z. door financiële middelenexpansie op basis van emissie van nieuwe aandelen, van obligaties en van andere nieuwe titels. Deze verschuiving in het veld van de intermediëring betekende meteen een verschuiving in de marktpositie van de handels- en depositobanken, die in de nieuwe vormen van middelenversassing nahinkten ten bate van de investeringsbanken en de holdings. Deze laatsten gingen hierin voorop om hun positie, hun marktaandeel en hun winsten te verstevigen. De toenemende financiering veroorzaakte dus niet alleen een vlottere en goedkopere middelenvoorziening voor de ondernemingen, zij bracht ook een institutionele mutatie in de financiële bemiddeling gezien vanuit de verschillende (concurrerende) markthouders. In de investeringsbanken en makelaarshuizen profileerde zich een speciaal corps van jonge financiële managers ; de zogenaamde "golden boys", die op hun collega's van de traditionele bankwereld neerkeken. Zij zijn reeds in film gebracht door Hollywood. De krach van 19 oktober 1987 bezorgde hen een speculatieve kater die traag zal verteren.

5. De deflatoire afkoeling

De periode van de jaren zeventig kan worden bestempeld als een inflatoire fase. Ter heling van de inflatoire drift dienden zich twee beleidsopties aan :

- a. De keynesiaanse denkrichting inspireerde de inkomenspolitiek of de loonmatiging. Volgens deze denkschool is de inflatie het gevolg van het sneller optrekken van de nominale beloningen (van de produktiefactoren arbeid en kapitaal) in verhouding tot hun produktiviteit. Aangezien zij de aard van de inflatoire spanning situeren in de verdelingsmechanismen van het nationaal inkomen, moet het desinflatoire beleid hierin ook zijn oplossing krijgen. Zij zien een inkomenspolitiek genegotieerd tussen de representatieve organisaties van werkgevers en werknemers als het enige doelmatig instrument om de kosteninflatie met een loonmatiging uit te zuiveren. Deze inlevering kan evenwel maar vruchten afwerpen indien ook de kostprijs van het geld en kapitaal (de intrestvoet) laag, d.w.z. beneden de produktiviteit van kapitaal wordt gehouden ; loonmatiging alleen werkt wel kostendrukkend maar schept vroeg of laat werkloosheid.
- b. Een restrictieve volumepolitiek inzake geld en krediet, geïnspireerd door het monetarisme.

De loonmatiging stootte in onze welvaartsstaten, met hun invloedrijke sociale partners als medeboetseerders van het socio-economisch beleid, op taai verzet. Het duurde dan ook geruime tijd vooraleer de werknemersorganisaties hun oppositie tegen de loonmatiging, alsook tegen de automatische desindexering van wedden en lonen staakten. Teneinde de desinflatie te bespoedigen schakelden de kernlanden, op het eind van de jaren '70 of in het begin van de jaren '80 over op de monetaristische therapie. Deze bood de mogelijkheid om de c.a.o.-mechanismen te omzeilen. Geld en krediet werden krappere en duurder gemaakt, zodat de intrestvoeten alom opspiraalden.

De olieprijsliften van de jaren zeventig deden als het ware "olie op het vuur" van de inflatie. Zodat bij het begin van de jaren tachtig zich een maatschappelijke consensus vormde in de kernlanden van het Westen, gericht op prioritaire beteugeling van de prijsdrift. De resultaten lieten niet op zich wachten. In enkele jaren tijd waren de inflatieverwachtingen gefnuikt : de prijzen van immobiliën en de beloning van arbeid stagneerden ; maar de reële intrestvoeten bleven hoog en de prijsdrift begon zich ongebreideld uit te leven in de aandelenbeurzen.

De Verenigde Staten haakten het eerst af van het monetaristische beleid en schakelden over naar fiscale ontlasting, gekoppeld aan een veralgemeende schuldeneconomie, vanwege de gezinnen zowel als vanwege de ondernemingen. Het werd een krachtige relance met externe en interne deficits die gespijsd werden door kapitaalimport en de bovenvermelde expansie in de financierisering. De demografische groei en de toename van miljoenen Hispano-Amerikanen (lage-loon-immigranten) zorgden voor een onderliggende dynamiek in het verbruik. De spaarquote werd afgeslankt, wat het verbruik als groeimotor nog kracht bijzette. De tewerkstelling had de wind in de zeilen en de werkloosheid werd opgeslorpt.

In Europa verliep de desinflatie nog vlotter dan in de Verenigde Staten ; maar dit ten koste van groeivertraging en hoge werkloosheid. Europa is een continent met stagnerende en vergrijzende bevolkingen, wat de dynamiek van de economie ten dele verlamt. Ter doorbreking van de knel in het stagnerende verbruik schakelden de Europese volkshuishoudingen over naar exportgestimuleerde groei ; dus naar een zekere vorm van mercantilisme, hierin geprikkeld door de koploper Duitsland. Maar toen de dollar na 1985 zijn dalvaart inzette, kwam ook voor het op export gerichte groeipatroon het uur der waarheid.

Het zuivere monetarisme van de eerste jaren, op basis van volumekwantificering in de geldbasis en/of krediet, is nu in alle landen afgezegd. Het monetaire beleid heeft terug meer oog voor intrestpolitiek en stabilisering van de ver uit de band gesprongen wisselkoersen ; cfr. het Louvre akkoord van 22 februari 1987. Als gevolg van de toenemende financierisering, effectisering, enz. was de monetaristische volumepolitiek onvruchtbaarder geworden dan in de door bankkredieten gemediatiseerde kringlopen.

In de economische literatuur heerst allesbehalve consensus over de gevolgde en te volgen koers.

De keynesiaans geïnspireerde economen (met als tenoren N. Kaldor in Engeland en J. Tobin in de V.S.) hekelen het gevoerde beleid als een deflatoire rage die zal uitlopen op totale bevrozing van de groei. Zij beweren dat de Verenigde Staten onder het mom van een conservatieve retoriek (reaganomics) de groeishow gestolen hebben met keynesiaanse deficitfinanciering. Volgens de keynesianen is

desinflatie vooral het gevolg van gunstige ruiltermen, d.w.z. van de daling in de prijs van petroleum en van andere grondstoffen. De monetaristen houden aan hun credo ; maar een scheurgroep onder leiding van R. Mc.Kinnon predikt een supranationaal monetarisme, op basis van coördinatie tussen de V.S., Japan en Duitsland. Het is evenwel de vraag of de drie kernpartners bereid zijn hun vrijheid van handelen op te geven in een zo centrale beleidszenuw als de geld- en kapitaalpolitiek.

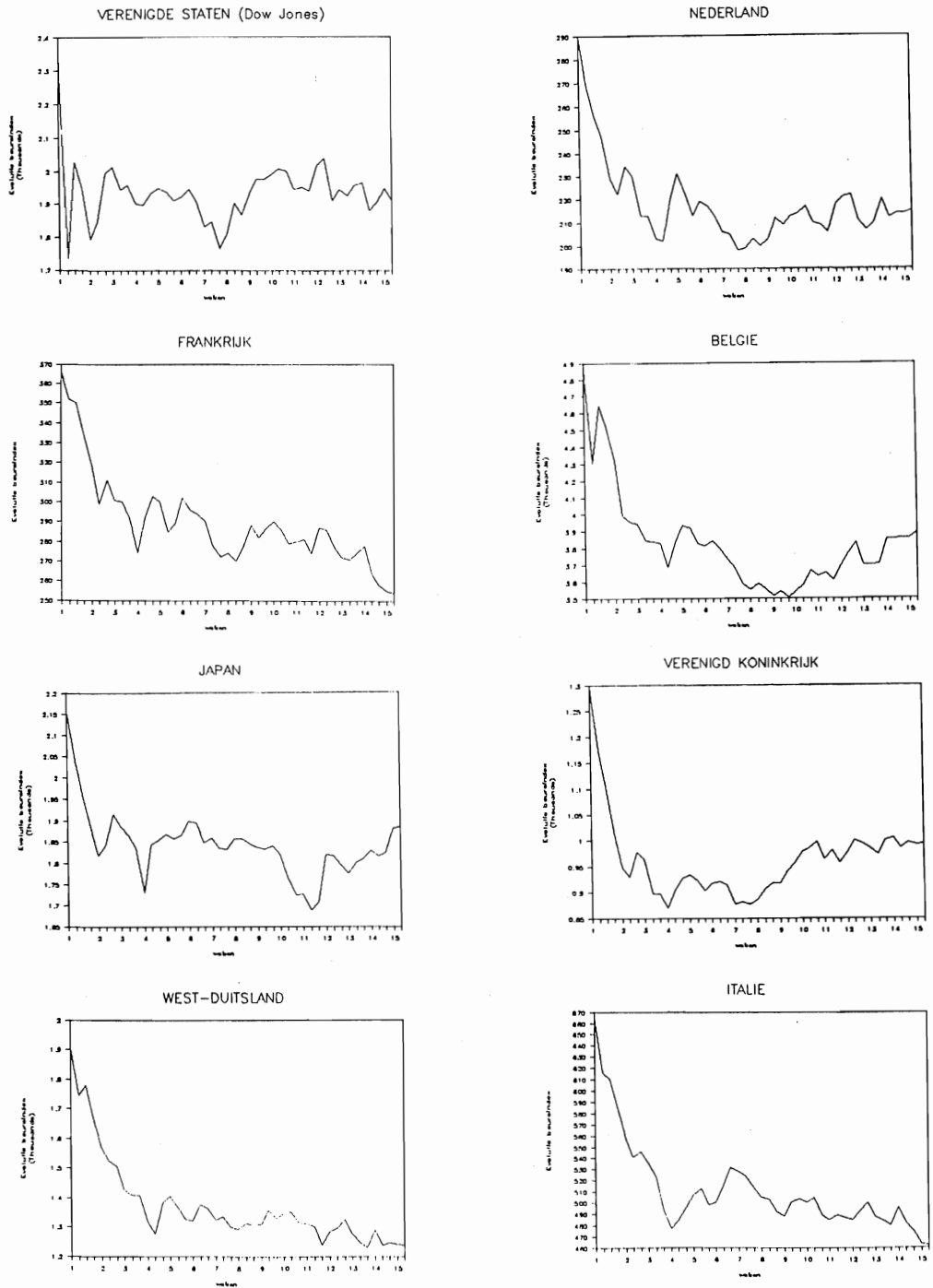
Onzes inziens is het deflatoire beleid te brutaal van stapel gelopen, vooral in Europa waar ons geen "privilège exorbitant" ter beschikking staat om de kwade gevolgen op andere landen af te wentelen. De inflatiefobie van Duitsland, het land van de EMS-Leitwährung, werkt uiteindelijk steriliserend op de groei en op de tewerkstelling. Deze obsessie verlamt de dynamiek van de investeringen.

Nu de petroleum prijzen flink zijn gedaald en de grondstoffenprijzen zeer laag staan, lijkt ons de meest vruchtbare tijd van het deflatiebeleid voorbij. De langdurige inactiviteit van 10 % stempelaars, waaronder zich toch een aanzienlijk aantal werkwilligen bevinden die naar inschakeling verlangen in het productieproces, lijkt ons een schaduwzijde voor ons continent.

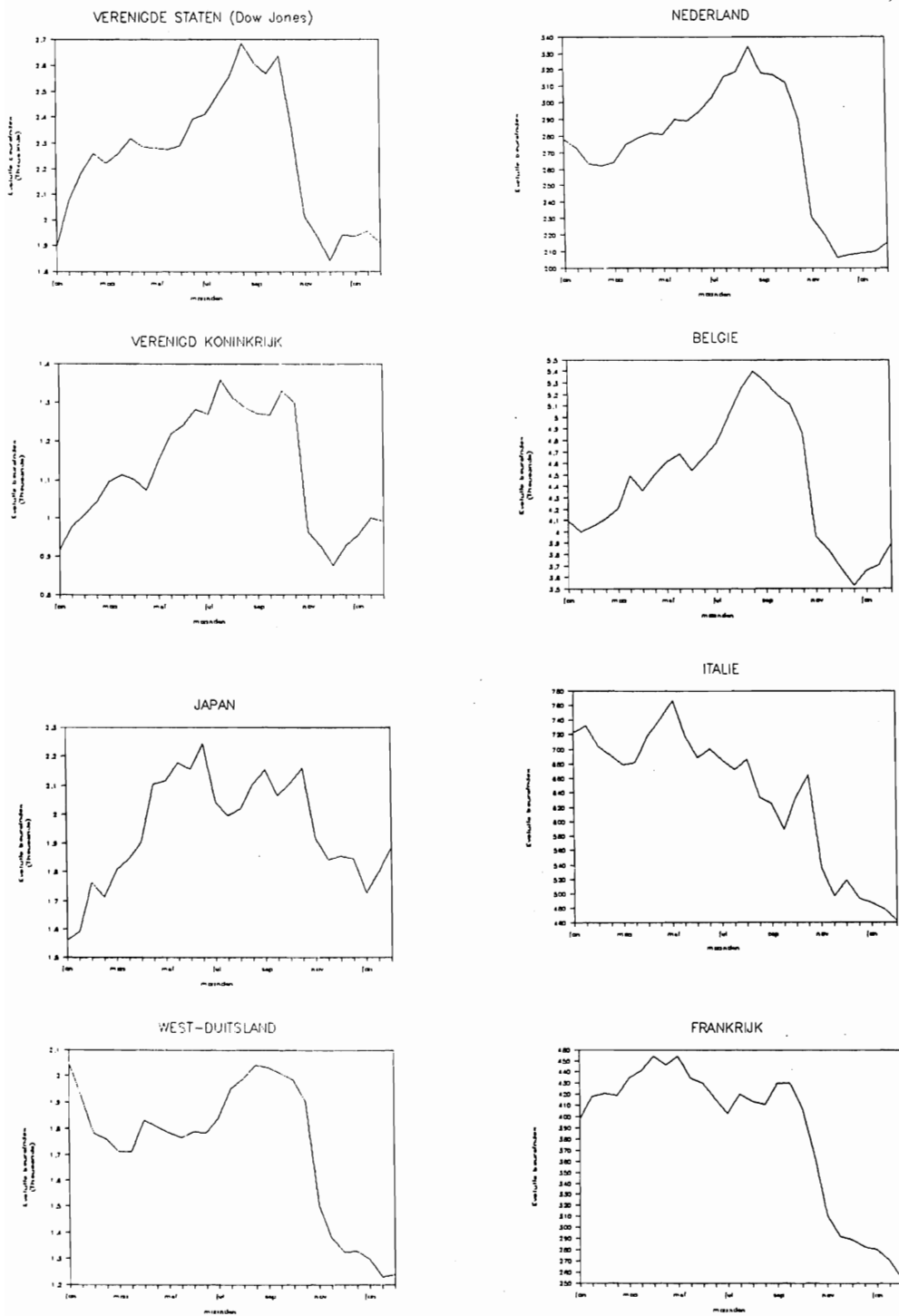
II. DE KRACH VAN 19 OKTOBER 1987

De beurskrach van Wall Street is als een schokgolf door alle westerse aandelenbeurzen gegaan (zie figuur 1). De steile val der koersen deed zich voor na een uitzonderlijke klimbeweging tijdens de eerste 9 maanden van het jaar. De hausse van 1987 werd evenwel onderbroken door opmerkelijke inzinkingen tijdens de lente en de zomer ; vooral in Tokio, Londen, Parijs, Milaan, en in mindere mate in Wall Street (zie figuur 2). Opmerkelijk is ook dat de beurzen van Duitsland sinds de lente van 1986 lusteloos bewogen en in de lente van 1987 nog een merkbare afbrokkeling kenden. De koersevolutie van 1987 verliep zeer verscheiden in elke beurs.

Figuur 1 : Evolutie aandelenkoersen : Globale beursindex per land (15/10/1987 - 27/1/1988)



Figuur 2 : Evolutie aandelenkoersen ; Globale beursindex per land (1/1/1987 - 27/1/1988)



In de cijfergegevens van tabel 1 worden de dalingspercentages genoteerd in de westerse aandelenbeurzen vanuit een dubbele referentiedatum :

- a. De procentuele daling tijdens de eerste week van 19 oktober 1987 ;
- b. Het dalingspercentage te rekenen vanaf de piekdatum tot 31 december 1987.

Deze cijfers leren ons dat de koersval ongelijk is verlopen. Indien we niet de krach van 29 oktober als referentie nemen maar wel de piekdatum, zien we dat de meeste beurzen van het Westen reeds vroeger aan het afkoelen waren. In feite is Wall Street hierin één van de laatste geweest.

1. Enkele beurzen (Duitsland, Japan, Frankrijk en Italië) hadden in de eerste helft van 1987 hun piek bereikt en vertoonden sindsdien opmerkelijke schommelingen.
2. Bekeken vanuit de piekwaarde 1987 noteerden de beurzen buiten de kernmarkten (Verenigde Staten, Japan en Verenigd Koninkrijk) de zwaarste val, met Duitsland, Italië, Australië, Hong Kong en Singapore, als uitschieters van meer dan 40 %.

Op het einde van 1987 kwam de dalvaart der koersen in de meeste beurzen tot stilstand. Van 1 januari 1988 tot op het moment van deze redactie (tweede helft van februari) kwam het in de meeste beurzen tot een aarzelende opwaartse trend, met België als uitschieter (tabel 2).

In ons land was de strijd over de controle van de Generale Maatschappij van België, en de speculatie die ze verwekte, de belangrijkste factor van de koersklim in de beursindex.

Tabel 1 : Koersdaling tot eind 1987, in %

Markt	week van 19/10 1987	Van de piek tot 31/12/1987	
		piekdatum	koers- val
1. Kernmarkt			
Verenigde Staten (Dow Jones)	23.7	25 augustus	26.6
Japan (Tokio/SE)	11.9	11 juni	23.6
Verenigd Koninkrijk (FT/SE 100)	22.0	16 juli	29.9
2. West-Europa			
Duitsland (Commerzbank)	11.2	17 april	43.0
Zwitserland (Zwitserse bankindex)	16.5	5 oktober	35.0
Nederland (ANP/CBS)	15.0	14 augustus	37.5
België (Brusselse beursindex)	6.1	13 augustus	32.8
Frankrijk (CAC)	9.3	26 maart	39.0
3. Zuid-Europese			
Italië (Banca C. Italiana)	10.8	20 mei	46.3
Spanje (Madrid beursindex)	12.3	5 oktober	30.2
4. Andere			
Canada (Toronto beursindex)	14.4	13 augustus	23.2
Australië (Algemene index)	29.4	21 september	43.5
Hong Kong (Hang Seng)	11,1	1 oktober	41.7
Singapore (Strait Times)	30.8	26 augustus	45.3

Bron : Financial Times en eigen berekening

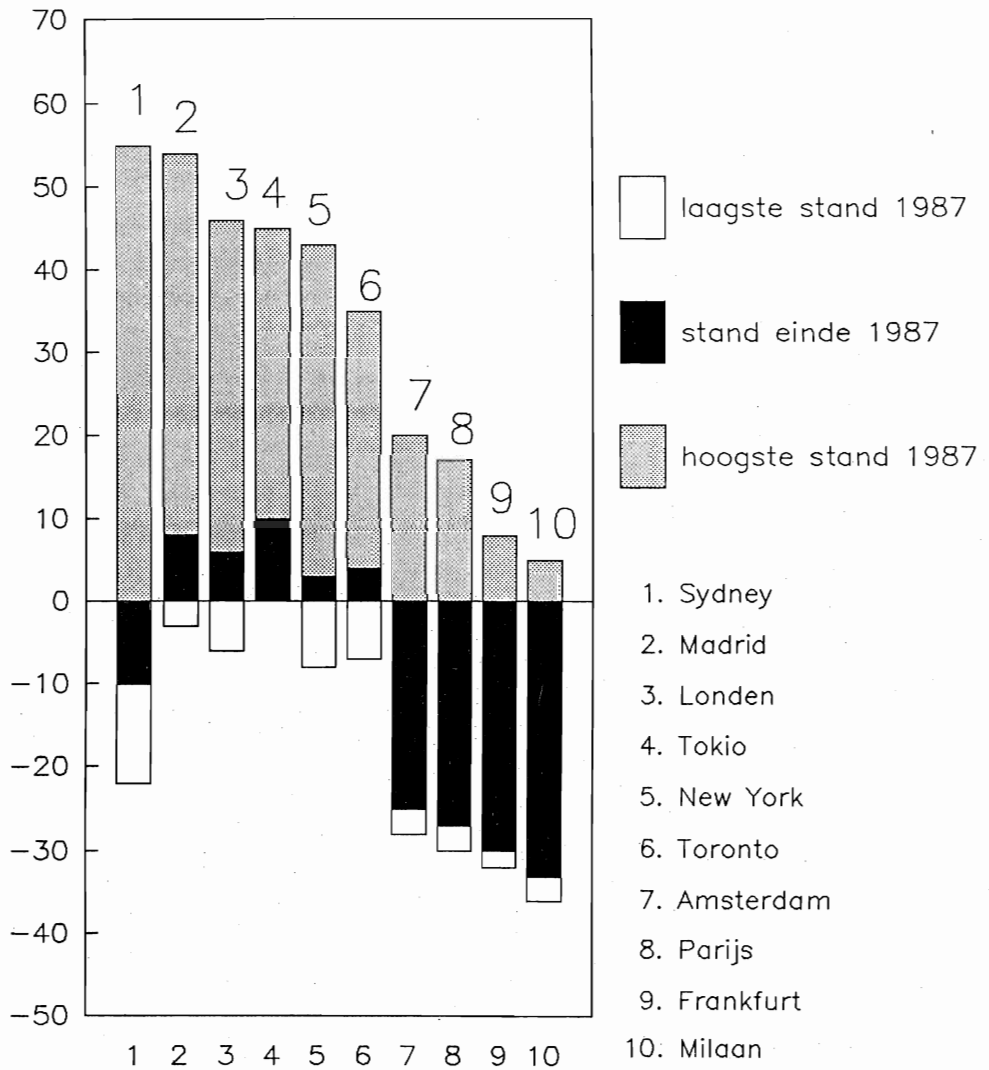
Tabel 2 : Evolutie van de beursindex (a)

België	+ 25.8	Spanje	+ 9.5
Frankrijk	+ 3.8	Zwitsersland	+ 3.4
Duitsland	+ 3.7	Japan	+ 15.8
Italië	- 4.2	Verenigde Staten	+ 12.9
Nederland	+ 8.5	Verenigd Koninkrijk	+ 2.6

(a) Procentuele evolutie van 2 januari tot 17 februari 1988

Bron : FT-index en Goldman Sachs

FIGUUR 3 : westerse beurzen in 1987



Bron : Handelsblatt en Berliner Bank

De zeer verschillende dynamiek van de westerse aandelenbeurzen wordt nog duidelijker geïllustreerd wanneer men het koersverloop vergelijkt van begin 1987 tot de tweede helft van februari. Indien we de globale beursindex van de onderscheiden markten op 1/1/1987 gelijk stellen aan 100 bekomen we inzake evolutie hiervan voor de verschillende landen op 23/2/1988 de volgende resultaten :

- a. Meer dan honderd, of stijging van de globale index, niettegenstaande de beurskrach van 19 oktober : Japan 128,8 ; Spanje 117,8 ; Verenigd Koninkrijk 108,0 ; Verenigde Staten 107,9 ; België 106,8 en Canada 105,6.
- b. Minder dan honderd, d.w.z. globale inzinking t.o.v. 1/1/1987 : Duitsland 67,0 ; Italië 67,8 ; Zwitserland 75,0 ; Frankrijk 78,0 ; Hong Kong 82,0 ; Nederland 88,8 ; Australië 94,2.

Tijdens het derde kwartaal van 1987 (de periode onmiddellijk voorafgaand aan de krach van oktober) situeerde de prijs/rendement verhouding (p/r) zich in de belangrijkste beurzen als volgt : Japan 69,9 ; Italië 25,6 ; Hong Kong 21,5 ; Canada 19,5 ; Verenigde Staten 18,1 ; Verenigd Koninkrijk 18,0 ; Frankrijk 16,5 ; Duitsland 15,4 ; Zwitserland 13,8 ; Nederland 13,7 en België 13,6. Een vergelijking van deze rendementsmeter is interessant.

Er is namelijk geen significante correlatie te noteren tussen de markten met lage p/r-verhouding (d.w.z. relatief onderprijsde markten) en de markten met een positieve koersevolutie tijdens de periode 1/1/1987 tot 23/2/1988, uitgezonderd voor België. Duitsland, Zwitserland, Nederland, d.w.z. allen landen met harde en sterk opwaarderende munten t.o.v. de dollar, deden het in hun koersevolutie relatief slecht.

Daarentegen, de markten waarvoor de goeroes van de beurswereld het ergste vreesden (Japan, Hong Kong, Spanje, Verenigde Staten, Canada, en in mindere mate het Verenigd Koninkrijk) omdat hun koersen tijdens de eerste negen maanden van 1987 fors opspiraalden en voor dewelke de p/r-verhouding buitensporig leek (vooral Japan) deden het relatief beter. Hun koersindex scoorde tussen 1/1/1987 en 23/2/1988 een positief resultaat. De p/r-verhouding is dus een onbetrouwbare en ontoereikende barometer bij de perspectivering

van het toekomstig koersverloop (zie ook figuur 3). De markten worden dus ook bewogen door andere criteria. De rendementsindicatoren moeten vaak wijken voor subjectieve inschattingen in het macro-economische domein: externe onevenwichten, evolutie van wisselkoersen en intrestvoeten, enz. De financierisering heeft de koersenevolutie enigszins losser gemaakt van de rendementsoverwegingen in vergelijking met vroeger. De inschatting van het macro-economisch referentiekader heeft daarentegen aan belang gewonnen.

III. HET FINANCIËEL EN ECONOMISCH KRACHTENVELD

Voor de verklaring van de beursinzinking werden in de commentariërende financiële pers verschillende referentiekaders aangewend.

1. De beurscyclus

De cyclus-theorie (b.v. de Elliott-cyclus) die met een mengsel van statistische modelberekening en socio-psychologische inschatting hiervan, vooropstelt dat de aandelenbeurzen een endogeen bepaalde dynamiek vertonen, met op- en neergaande bewegingen, waarbij een opgaande beweging na een lustrum van vijf jaar omslaat in een dalende herschikking van koersen, komt op basis van de recente gebeurtenissen terug in de kijker. Volgens deze cyclus-theorie volgen de aandelenbeurzen een intern gedetermineerde ontwikkelingsdynamiek die verloopt volgens geijkte patronen van kwantitatieve en psychologische aard die relatief los evolueren van de zogenaamde "externe" fundamentals.

Na een lustrum van (forse) stijging komt onvermijdelijk een structurele zuiveringsactie. Ook de speculatieve drift (la bulle spéculative, the speculative bubble) is dan uitgeblust. De daaropvolgende krach is te beschouwen als een zuiveringsritus, waarbij de hogepriesters van de markten, d.w.z. de toonaangevende markthouders van de meest invloedrijke makelaarsinstellingen en institutionele beleggingsfondsen, vaak blijken geven van enige paniek. Wat maakt dat de herschikking brutaal, d.w.z. met diepinsnijdende koersaanpassingen kan verlopen. De cyclus-theorie met haar

mechanistische en universele perceptie is niet in staat om de notoire verschillen in de inzinkingen en herschikkingen te verklaren.

2. De financieel-technische dimensie

De kernmarkten van de anglo-amerikaanse financiële wereld, hierin min of meer gevolgd door andere westerse beurzen, werden in stijgende mate bezet door het volume der financiële enveloppes van institutionele beleggers (beleggingsfondsen, pensioenkassen) en makelaarshuizen (investeringsbanken, holdings) die voor een deel, soms 20 % van hun middelen, speculeerden op de winsten die te halen waren uit de verschillende evolutie tussen de lopende (contante) effectenmarkt en de geprogrammeerde of gecomputeriseerde toekomstmarkt, de secundaire markten en de globale beursindex-markten. Het aanzienlijk volume van de financiële enveloppes dat in deze zeer speculatieve kringlopen circuleert, en het automatisme van de op computer vastgelegde programma's, verhoogt de volatiliteit ; temeer daar een ruim deel van deze operaties op kredietmiddelen draaien. De speculanten kunnen zich in dit spel van "quick profit" geen dralen in de aanpassingsstrategie veroorloven en worden in de terugkoppelingsfase der koersen door nood gedwongen om "buitensporig" en vlug te redden wat er te redden valt : "to cut the losses". Deze verklaring gaat evenwel minder op voor landen zoals Duitsland, waar de bovenvermelde financiële innovaties (geprogrammeerde toekomstmarkten, effectisering, enz.) onderontwikkeld zijn gebleven.

3. De nationalistische reflex.

Na de schok van de eerste krachweek begon de koersevolutie van de onderscheiden beurzen zich te differentiëren op basis van relatieve omzet in buitenlands en nationaal portfoliopapier. De meest gesloten markten kenden de vlugste en meest insnjidende herleving. De zeer open markten, met een relatief hoge omzet van buitenlandse titels, zagen hun koersen na de eerste schokweek verder afbrokkelen. Vele Amerikaanse institutionele beleggers en makelaars verkochten een deel van hun buitenlands papier om hun kredietgap te compenseren. Dit vooral in de markten waarvan de nationale munt op hetzelfde ogenblik een sterke opwaardering tegenover de dollar kende : met name, Duitsland, Nederland, Zwitserland.

4. Het macro-economische krachtenveld

De factoren vermeld in (1), (2) en (3) hebben in zekere mate gespeeld. Maar de doorwegende factoren lijken ons toch van macro-economische aard. Zij vertolken uiteraard een subjectieve inschatting vanwege de toonaangevende markthouders op de fundamentals.

De Amerikaanse lage spaarquote, het overheidsdeficit van de Federale Overheid, het onevenwicht in de handelsbalans, de mogelijkheid van een importgestimuleerde inflatie, de opwaartse beweging van de intrestvoeten, culmineerden sinds de zomer van 1987 in de zenuwachtigheid der makelaars en in de grilligheid der koersen in Wall Street. Door het lichtjes uitdoven van de hoogconjunctuur kregen de bovenvermelde factoren, ieder op zichzelf, plots een buitensporig belang.

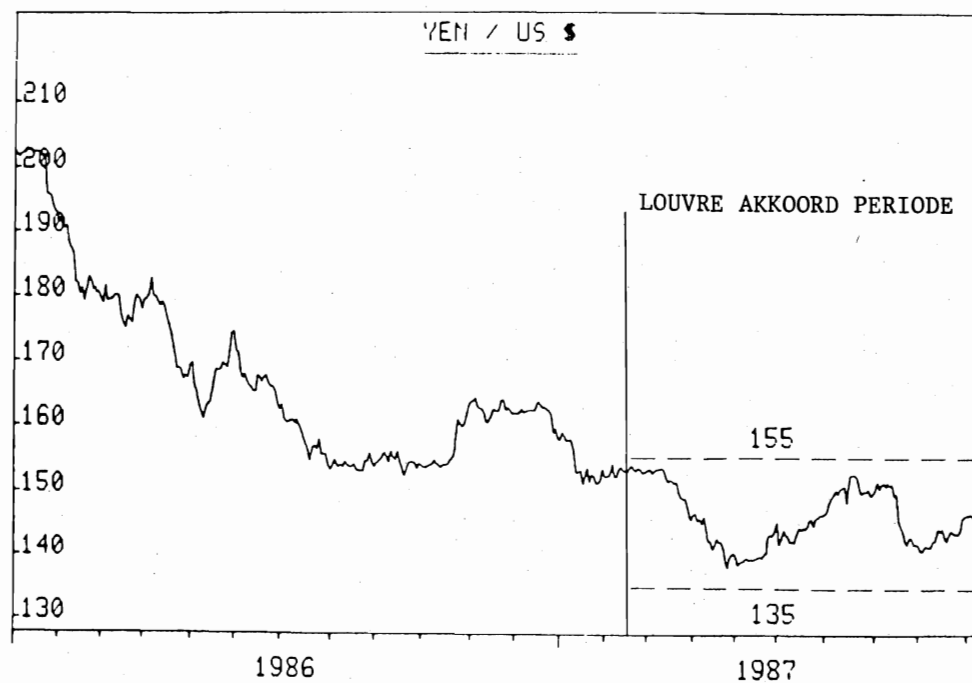
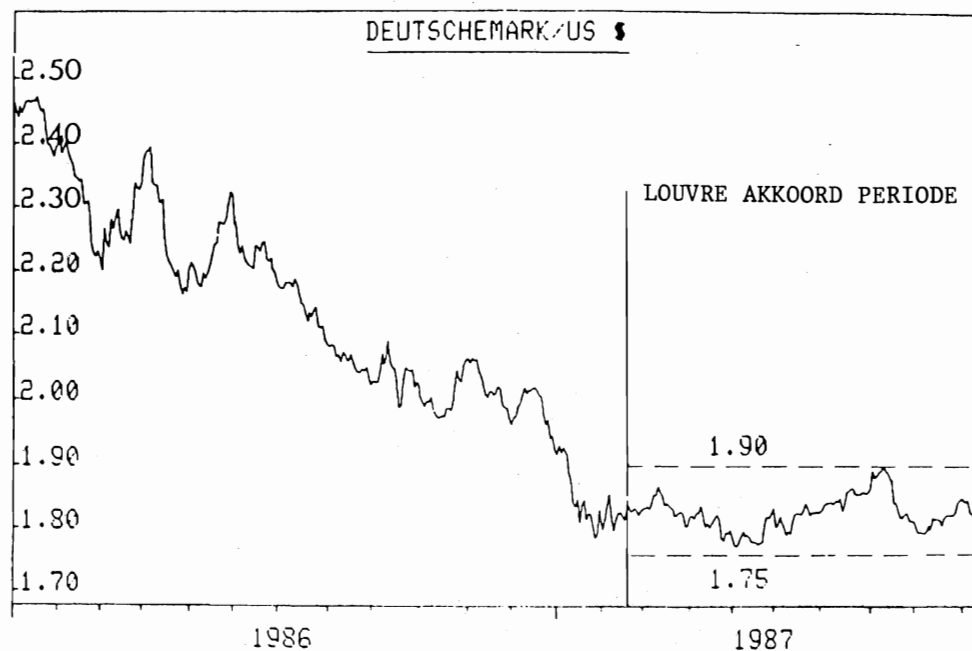
a. De intrestvoeten

Het optrekken van de Amerikaanse discontovoet in juni van 5.5 % tot 6 % tapte reeds een deel van het aandelenpapier af van de beurs ten gunste van de obligataire markt. Sommige trendsetters van Wall Street vreesden een tweede verhoging in de herfst om de buitenlandse beleggers, op basis van differentiële intrestvoeten t.o.v. Europa en Japan, zoet te houden. In Japan gleed de discontovoet van 3 % naar 2.5 % in de helft van januari 1987. Duitsland met een discontovoet van 3 % liet zich maanden vruchteloos pramen en besliste na de krach, eind oktober met een herschikking naar 2.5 %. Het was te weinig en te laat.

b. Het externe onevenwicht en de wisselkoers

De deficits van de Federale Overheid en van de handelsbalans zogen steeds meer buitenlandse financiële middelen naar de Verenigde Staten om het tekort te dichten. Sinds het begin van 1987 toonden de privé beleggers zich evenwel minder enthousiast, uit hoofde van de dalvaart van de dollar. Op 22 februari besloot de kerngroep de dollar te stabiliseren (Louvre akkoord) met de bereidheid tot massieve officiële tussenkomsten vanwege hun centrale banken. Tijdens de eerste zeven maanden na het Louvre akkoord pompten de centrale banken van Europa en Japan ongeveer 70 miljard dollar over, maar de dollar bleef onstabiel (zie figuur 4).

Figuur 4 : Evolutie Wisselkoersen 1986-1987



Bron : Goldman Sachs

<u>Koers tegenover de Yen</u>		<u>Koers tegenover de Duitse Mark</u>	
2 januari	159 Y	2 januari	1.99 DM
1 mei	137 Y	1 mei	1.78 DM
3 augustus	152 Y	3 augustus	1.89 DM
30 december	123 Y	30 december	1.58 DM

De Duitse Minister van Financiën G. Stoltenberg en de centrale bankier O. Pöhl toonden zich het gevoeligst tegenover de zogenaamde Amerikaanse laksheid. Volgens hen was een dollarkoers van 1.75 DM een absoluut "Schmerzpunkt" voor hun exportindustrie. Zij eisten een beleid van "orde op eigen zaken" vanwege de Amerikanen. De Amerikaanse Minister van Financiën, J. Baker werd gerugsteund door de exportlobby en door een invloedrijke groep van economen uit prestigieuze think tanks. Deze spraken zich uit tegen deficitsanering bij middel van afslanking der consumptie (nog hogere discontovoet of budgetafslanking) waarvan zij de recessieve gevolgen vreesden. Zij kwamen openlijk op voor een verdere daling van de dollar (hierin gesteund door het Witte Huis ?) eventueel tot 125 Y en 1.55 DM. De Minister J. Baker besloot zich dan maar de dollar naar beneden te praten. En in het weekend van 17-18 oktober kwam de ophefmakende speech van Baker, alsook het stroef antwoord van Stoltenberg.

Deze dissonante geluiden werden gevolgd door weer eens een vrije valronde van de dollar. De wisselkoersmarkt bracht een plotse zenuwachtigheid in de aandelenmarkt. De trendsetters van Wall Street vreesden een terugtocht van de (buitenlandse) beleggers, d.w.z. een stop in de externe kapitaaltoevoer. Hun computers schakelden ineens over naar veralgemeende (geprogrammeerde) verkooporders.

In de financiële commentaren profileert zich ook een denkstroming die stelt dat het Louvre akkoord, met als doelstelling de wisselkoersen van het kernblok te stabiliseren rond \$/1.75DM, \$/135Y en \$/1.70£, gefaald heeft en "perverse" schommelingen verwekte in de stand der intrestvoeten. De averechtse inwerking van de officiële geld- en kapitaaltransferten der centrale banken zou de onstabiliteit en de onzekerheid van de financiële markten hebben aangewakkerd. Dit volgens de vector: instabiliteit intrestvoet → instabiliteit aandelenmarkt, met als transmissieschakel de obligataire markt en de markt van het korte termijn papier.

Het standpunt van deze denkstroming is dat het Louvre akkoord zich op een te hoog gewaardeerde dollar vastwrikte; met het gevolg dat de afbouw van het Amerikaans extern onevenwicht nog voor een (te) lange periode enorme kapitaalimport zou vereisen. Als reactie kwam de intrestvoet van het lange termijnpapier (obligataire markt) op drift; dit met de hoogste intensiteit in Duitsland, gevolgd door Japan en de Verenigde Staten. De opwaardering van het rendement in de obligatiemarkt verwekte een versassing van middelen weg van de aandelenmarkt, met de gekende koersval.

De waardefluctuatie van de dollar is een van de kernproblemen in het westers economisch en financieel krachtenveld.

- a. De Europese bewindvoerders, hierin gesteund door de exportsectoren, beschouwen de door het Louvre akkoord overeengekomen spilkoers van \$ = 1.75DM als een bodemkoers. Beneden dit "Schmerzpunkt" worden in hun perspectief de Duitse en Europese vitale belangen geschaad.
- b. In de Verenigde Staten, waarvoor 1988 een verkiezingsjaar is, zijn de bewindvoerders, hierin gedragen door hun electoraat, weinig te vinden voor pijnlijke "aanpassingen" zoals de afslanking van overheidsbudget, het opvoeren van de spaarquote, de afremming van de consumptie door hogere uitrustingstarieven, het optrekken van de intrestvoet, enz. Alleen de dollarkoers blijft in dit geval over als sleutelvariabele bij de sanering van het extern deficit, die nodig is om de drift in de galopperende buitenlandse schuld in toom te houden.

Vanuit de Amerikaanse optiek biedt een dollardevaluatie aantrekkelijke perspectieven : voor de exportindustrie, maar ook voor de schuldenpositie van de Amerikaanse overheid en de ondernemingen, aangezien de schuldenobligaties in dollar worden uitgeschreven. Invloedrijke lobbies, gesteund door academische economen en think tanks pleiten voor een supplementaire afwaardering van 10 à 15 %. Het is niet uitgesloten dat het in de lente van 1988 zover komt. Deze onzekerheid weegt als een storingsfactor op de financiële markten. De Nederlandse, Zwitserse en Duitse harde-munt markten hebben hiervan meer te lijden dan de Japanse. De Duitse export naar de Verenigde Staten vormt met 10 % wel een geringer percentage dan de 40 % vanwege Japan ; maar de globale export betekent in Duitsland 32 % van het BNP tegenover slechts 12 % in Japan. Uit redenen van inlandse stroefheden in de arbeidsmarkt, in het subsidiebeleid en in de sociale transfers, loopt de overschakeling van export-geleide groei naar consumptiestimulering moeilijker in Duitsland dan in Japan.

5. De (in)efficiëntie van de financiële markten

De hoofdstroom van de theorie over het financiële marktmechanisme steunt op het paradigma van "efficient, orderly markets cleared by rational expectations of the economic agents". Volgens deze opvatting schatten de marktagenten het financieel en economisch krachtenveld helder in ; d.w.z. zij laten zich niet verschalken door macro-economische beleidslijnen van b.v. de Nationale Overheid en voorzien de geldsluier, en dus ook de wisselkoerssluier van het Louvre akkoord.

In deze visie kent de markt perfect de evenwichtswaarde van de centrale parameters (b.v. wisselkoersen, intrestvoeten) op basis van de informatie geleverd door de marktdata (vraag naar aanbod van nationaal en transnationaal kapitaal volgend uit de externe lopende rekeningen) en stevent, na een korte "tâtonnement" op deze evenwichtswaarden af. Dit is althans het ideale marktmechanisme zoals beschreven in de theorie.

De functionering van de werkelijke markten vertoont evenwel een wanordelijker en subjectiever beeld. Sinds het begin van de jaren tachtig spiraalden de wisselkoersen en intrestvoeten op en neer. Dit met scherpe uitschieters die ze voor lange tijd boven of beneden de

fundamentele evenwichtswaarde situeerden. Ook de aandelenkoersen evolueerden vaak los van de "fundamentals".

Trouwens, de notie evenwichtswaarde is op zichzelf reeds een moeilijk te objectiveren begrip. Immers hierbij zijn meerdere invalshoeken mogelijk, die sterk uiteenlopende evenwichtsstanden postuleren. Bij de perceptie van de marktwaarde der wisselkoers werd weleer de koopkrachtspareteit als referentiekader (ppp : purchasing power parity) gehanteerd. De ppp-theorie steunt op de veronderstelling dat in een transnationale, vrije markt slechts de prijzen van goederen en diensten evolueren naar één unieke evenwichtsprijs, die dan als ankerplaats dient voor de koopkracht van de onderscheiden wisselkoersen.

Het feit dat niet alle goederen en diensten circuleren in een transnationale, vrije markt (overheidsbestellingen, lokale goederen en diensten, enz.) verzwakt de ppp-stelling reeds ten dele. Maar de financierisering van de westerse economie maakt haar nog minder bruikbaar. Een commerciële (primaire) operatie lokt, zoals hoger beschreven, een ganse ketting van financiële nevenoperaties uit. Zodat de vraag naar het aanbod van wisselkoersen de handelsstroom in zeer grote mate zal overstijgen. De financiële enveloppes die van land tot land stromen betekenen 15 tot 20 maal de waarde van de handelsstromen, dit naar gelang de graad van sofisticatie in de financiële bovenbouw.

Door de uitspinning van een wijdvertakte financiële bovenbouw (financierisering der kringlopen) evolueren aanzienlijke financiële stromen steeds lossier van hun reële (waarden) basis, d.w.z. zij kunnen in hun waarde sterk afwijken van de zogenaamde fundamentals. De financiële markten, meer dan de markten van goederen en diensten in de reële sfeer, functioneren op subjectieve waardeoordelen. Deze laatste worden tot op zekere hoogte beïnvloed en bepaald door collectieve beelden en verwachtingen.

In de vorming van deze collectieve beelden spelen mimetisme (tot op zekere hoogte de kuddegeest) gevoed en gemediatiseerd door toonaangevende markthouders (trendsetters, de goeroes van de financiële markten) een grote rol. In de wisselkoers- en aandelenmarkten is het correcte voorvoelen van hoe de overige markthouders zullen reageren belangrijker dan de inschatting van het

gebeuren op basis van de fundamentals of van de correcte marktverhoudingen in de reële sfeer. De reële marktverhoudingen inzake handelsbalansen, intrestvoeten, wisselkoersen, enz. en het "nieuws" of de "geruchten" over nakende verschuivingen hierin, worden niet direct in beeld gebracht door de economische agenten, de beleggers en de speculanten. Deze gegevens worden veeleer gemodelleerd door het heersend klimaat waarin de massapsychologie en het mimetisme een grote rol spelen.

Onder invloed van deze mediatisering kan het traject van wisselkoersen en aandelenkoersen voor geruime tijd los evolueren van wat op basis van objectieve, marktverhoudingen te verwachten is. Wereldwijze beleggers en/of speculanten laten zich dus niet leiden door de objectieve marktverhoudingen op basis van louter economisch inzicht. Zij zetten veeleer hun invoelingsvermogen in, teneinde te voorvoelen wat de publieke opinie in het huidige moment voor heeft over het toekomstig klimaatsbeeld. In deze ontwikkeling van het marktklimaat op basis van een ruime dosis massapsychologie en mimetisme, leidt het kompas van de rationele verwachtingen vaker tot ontgoocheling (verlies) dan tot succes (winst). Intuïtie, imaginatie, alsook de visie om vlugger dan de massa scenario's over de toekomstige collectieve beeldvorming te voorvoelen, alsook koelbloedigheid bij paniekreacties, leiden meer tot succes dan abstracte, econometrische calculus op basis van rationele verwachtingen.

De meest beroemde econoom van deze eeuw met name J.M. Keynes, schreef in zijn Treatise on Probability dat de wiskundige probabiliteit inzake economische processen geen vruchtbare hypothese kan zijn. De economische marktmechanismen verlopen volgens ingewikkelder patronen dan deze mechanistische modelredeneringen. Wij treden Keynes in deze stellingname graag bij. Hij is een van de weinige economen die ook actief speculeerde op de financiële markten en er een niet onaardig fortuin verzamelde.

In zijn beroemd hoofdstuk XII van de *General Theory* splitst Keynes de economische agenten van de financiële markten op in twee categorieën: de speculanten die de bovengeschetste intuïtieve toer opgaan en de beleggers die werken op basis van gedetailleerde economische modelredeneringen en statistische gegevens over fundamentals. Over deze laatste schrijft hij volgende passus: "He

who attempts it must surely lead much more laborious days and run greater risks than he who tries to guess better than the crowd how the crowd will behave ; and, given equal intelligence, he may make more disastrous mistakes" (5). Volgens Keynes maakt het imaginatieve talent, met "gambling instinct" bij gelijke intelligentie of informatie, betere kansen dan de vlijtige berekenaar op de fundamentals (6).

Opmerkelijk is ook de verschuiving van de ankerplaatsen uit de reële sfeer van waaruit de trendsetters hun gemediatiseerde beeldvorming over de markt in de wereld overflitsen. Deze ankerplaatsen zijn niet vrij van wisselende symboolvorming en van "fetishering" naar gelang het heersend paradigma-klimaat bij de trendsetters en van de collectieve modeverandering hierin. Ten tijde van het monetaristisch hoogtij kregen de door de centrale banken (Federal Reserve) aangekondigde volumes van M_1 , M_2 ... en de resulterende inflatie-index een fetish-waarde. Daarna was het de beurt aan de differentiëring in de discontovoeten. En sinds enige tijd staan de maandelijkse statistieken van de Amerikaanse handelsbalans in de kijker. Deze geven nu elke maand aanleiding, niet alleen tot speculatieve herschikking vanwege professionele beleggers en institutionele markthouders, maar ook tot keukengesprekken vanwege miljoenen gewone burgers. Belangrijk is dat deze (wisselende)

-
- (5) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londen, 1936.
- (6) Voor alle financiële analisten, beleggers en speculanten citeren we volgende illustratie van Keynes, ter overweging : "To change the metaphor slightly, professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole ; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be".

fetisering zich met enige vertraging vastzet of, integendeel, zijn vermeende impact voorbarig en op disproportionele wijze inschat.

In onze gemediatiseerde samenleving, waarin ook het financieel nieuws wereldwijd wordt doorgesplitst is de collectieve beeldvorming die afkomt op de massa van de kleine beleggers toegenomen. Maar ook bij de professionele speculanten en bij de institutionele beleggers is een stijgende "homogenisering" van de anticipaties te noteren. De kosten voor inzameling en ordening van de diverse statistische cijfergegevens over de verschillende financiële markten, liggen relatief hoog. De gespecialiseerde publicaties, met mondiaal perspectief, van de best georganiseerde makelaarshuizen, zijn dan ook peperduur. De meeste hebben hun zetel in Wall Street of in de Londense City (7). Zij schrijven dus overwegend vanuit anglo-amerikaans perspectief.

De commentaren en perspectieven van deze trendsetters en goeroes vormen referentiekaders voor duizenden professionele beleggers, en via hen, voor hun nog talrijker cliënteel. Het dunder worden van de gespecialiseerde informatie bevordert de homogenisering van de beeldvorming, d.w.z. van de anticipaties die de overige markthouders over de toekomst aanhouden. Het gemis aan voldoende uitdieping en uitbalanceren van tegensprekelijke perspectieven en het mimetisme kenmerkend voor het financieel milieu, maken dat de uitzuiverende correcties vaak (te) laat komen. Soms verwekken zij dan een ommekeer van 180 graden, met insnijdende gevolgen.

IV. DE NAWERKING VAN DE KRACH

In de paniek van de eerste dagen na 19 oktober 1987 zweefde bij de beleggers en speculanten het historisch precedent van 1929 voor ogen. De beurskrach van 1929 vormde de aanzet van een diepe economische depressie. Zou het tot een herhaling van dergelijke ramp komen of was de krach alleen het doorprikken van enkele (te)

(7) Kort na de beurskrach gaf de Londense Economist een gedetailleerde analyse uit, met als kostprijs de prohibitieve som van 70.000 BF.!

speculatieve zeepbellen ? Op het moment van onze redactie lijkt de laatstgenoemde hypothese de meest conforme aan de werkelijkheid.

1. Het vermogens-effect

In de eerste weken na de krach stonden de financiële bladen bol van pessimistische commentaren. En inderdaad, een afslanking van de beurskapitalisatie in enkele weken voor een waarde van 1.300 miljard dollar is een schokkende gebeurtenis. Bij de perspectivering hiervan dient men evenwel rekening te houden met het feit dat de krach voor de toonaangevende beurzen iets minder dan de meerwaarde gerealiseerd in 1987, aftapte. Het betreft Tokio, New York, enz. Zij vertegenwoordigden samen 76 % van de globale kapitalisatie.

Het vermogens-effect of de inkrimping van de consumptie onder invloed van beursverliezen is minder insnijdend gebleken dan verwacht. Immers, de genoteerde daling in de kapitalisatie mag niet helemaal vereenzelvigd worden met verlies. Een grote groep van de kleine spaarders en ook andere beleggers bezaten een goed deel van de titels vóór januari 1987 en lijdten hoegenaamd geen verlies. De krach was veeleer een paniecreactie van grote en professionele speculanten op de geprogrammeerde toekomstmarkt. De massa van de kleine spaarders is relatief onberoerd gebleven. En het zijn alleen de beleggers die op de markt gekomen zijn in 1987, die van hun pluimen hebben gelaten. Trouwens in deze dingen liggen de verhoudingen verschillend van land tot land. In Duitsland b.v. betekenen de aandelen slechts 6 % van de spaarmiddelen tegenover 26 % in de Verenigde Staten

2. Financiële-institutionele nawerking

Tijdens de jaren tachtig hebben zich ontwikkelingen op de financiële markten voorgedaan, waarvan de volgende drie tot de voornaamste behoren :

- a. De desintermediëring, d.w.z. de relatieve stagnatie van het bankkrediet door de expansie in de middelenmobilisatie op basis van de effectisering.
- b. De deregulering of dereglementering van de markt.

c. De mundialisering van de financiële kringlopen.

Het schokeffect van de krach heeft niet alleen deze evoluties afgeremd ; het heeft ook in bepaalde landen, een terugkoppeling verwekt in de richting van : re-intermediëring, re-regulering en re-nationalisering der kringlopen. Deze laatste onder stuwning van de nationalistische reflex.

De ongebreidelde speculatie van een kleine groep van professionele en institutionele beleggers (bv. op de geprogrammeerde toekomstmarkt) heeft in enkele landen (b.v. de VS) aanleiding gegeven tot officiële onderzoekscommissies die aansturen op re-regulering. Het nut van discipline en regulerende normen wordt na de schok in vele landen herontdekt. De normatieve regeling van de vrije markt mag liefst niet storend werken op de vlotte functionering van de kapitaalmarkt ; maar zij mag ook geen Casino worden. De onregelmatigheden op enkele grote beurzen hebben de goede werking vanuit ethisch standpunt geschaad.

Door re-intermediëring bedoelen we dat de spaarders zowel als de ondernemingen de weg naar het bankguichet hebben weergevonden en er terug meer beroep op doen. Vooral de spaarders en beleggers die enigszins bekoeld zijn door de waardevermindering van het fluctuerend portfoliopapier opteren terug voor vast rente papier, en zelfs voor termijnrekeningen en deposito's met hoge liquiditeitsgraad. Dit om op elk ogenblik te kunnen inspelen op mogelijke veranderingen in de intrestvoet.

Ook de ondernemingen bewandelen opnieuw de weg naar het bankkrediet. Tijdens het lustrum van de stier, toen de marktwaarde van de titels gedurende jaren opspiraalde, gaf de stijgende p/r-verhouding het ritme weer waarmede de kostprijs van het kapitaal (dividend) relatief onbelangrijk werd. Dit alleszins in vergelijking met het bankkrediet aan de toen relatief hoge (reële) intrestvoeten. Door de afslanking der koersen is de p/r-verhouding sterk gedaald en is het dividend als kostenelement relatief gestegen. Mobilisatie van kapitaalmiddelen op basis van effectisering is dus minder aantrekkelijk geworden.

Bovenvermelde verschuivingen in de financiële matrix en in de gedragingen van spaarders en investeerders heeft ook gevolgen voor de macro-monetaire politiek.

V. HET MONETARISME EN DE FINANCIARISERING

1. Het monetarisme : een evaluatie

Toen in het begin van de jaren '80 de inflatie moeilijk om te breiden was door de starheid van de lonen, werd in vele landen ter ondersteuning van de loonmatiging, de monetaire remedie ingezet. Deze actualisering van de aloude kwantiteitsrelatie $MV = PQ$ wordt in groeitermen, in % uitgedrukt : $\dot{m} = \dot{p} + \dot{q}$. Bij een hypothese van neutraliteit van het geld op de groei (het geld heeft geen invloed op de groei van q) wordt de relatie nog eenvoudiger ; $\dot{p} = f(\dot{m} - \dot{q})$. De inflatie wordt dan hierin gepercipieerd als een louter monetair verschijnsel. Zij is gelijk aan de mate waarin de groei van de geld- en krediethoeveelheid deze van het reële produkt overtreft. Het monetarisme kiest de desinflatie als absolute prioriteit van het beleid. Het zet ter breideling van inflatie (de desinflatie) een stricte volumeregeling voorop in de groei van de verschillende geld- en kredietvormen, d.w.z. van \dot{m}_1 , \dot{m}_2 en \dot{m}_3 .

Na enkele jaren van monetaristische rage onder Volcker, werden de teugels gevierd. In Duitsland is men het langst trouw gebleven aan het monetaristisch credo en ook in het Verenigd Koninkrijk en Japan heeft het lange tijd dienst gedaan. Maar sinds de beurskrach worden de teugels overal gevierd en zet een vlottere liquiditeitscreatie in om de recessieve effecten van de krach te compenseren. Het "requiem" van het zuivere monetarisme was evenwel reeds vroeger gezongen, met stille trom.

Het "benign neglect" t.o.v. de hevige schommelingen van de wisselkoersen, of afwisselend, deze der intrestvoeten, werd door velen onhoudbaar geacht. De verhoopde autonomie van het beleid in een regime van vrij schommelende wisselkoersen, en vooral de efficiëntie ervan voor het bereiken (behouden) van extern evenwicht, leek een illusie te zijn. Zelfs de Verenigde Staten konden zich de

luxue van een afstandelijk unilateralisme niet meer veroorloven. Gedwongen door de behoefte aan kapitaalimport schakelden zij over naar andere prioriteiten: met name, vlotte economische groei, eventueel ten koste van deficits. De politiek gebaseerd op monetaire volumeregeling verloor aan belang ten bate van een beleid, gericht op stabilisatie van wisselkoersen en intrestvoeten.

Er rezen nog andere moeilijkheden. De aggregaten (m_1 , m_2 en m_3) waren moeilijk om kwantificeren. En in de praktijk leek de instrumentele beheersing en de ingreep op de geld- en kredietenveloppes moeilijker dan in de abstracte redeneringen en economische modellen der kamergeleerden. De manier waarop geld, krediet en andere liquiditeiten inwerken op de economische kringlopen is ten dele institutioneel bepaald. De toenemende financierisering op basis van de effectisering heeft de schakel van het bankkrediet relatief verzwakt (desintermediatie), hierdoor ook de regelingscapaciteiten van de centrale bank (8). De ondernemingen kunnen de traditioneel gevoerde kredietbeperking dan omzeilen door direct op de kapitaalmarkt te gaan, met emissie van obligaties en aandelen. Aangezien de institutionele matrix in de onderscheiden landen verschilt, naar gelang b.v. de relatieve graad van desintermediatie of integendeel van intermediatie op basis van bankkrediet, is de algemeen geldende trefzekerheid van de volumepolitiek beperkt. Men kan dus niet spreken van een universeel geldende norm.

In Duitsland mobiliseren de ondernemingen een ruim deel van hun financiële middelen door autofinanciering. De rest der middelen wordt voor 75 % geleverd door (omnivalente) banken, zodat de ingreep van de Bundesbank wordt overgeschakeld door de privé bankwereld en directer werkt dan in de V.S., waar een hogere graad van desintermediëring geldt. In Duitsland heeft men de zogenaamde universele of onmivalente banken. Deze vormen een mengsel van handelsbank, depositobank en investeringsbank. Zij spelen een alomtegenwoordige rol in het economisch leven. Ook in de overige landen van Europa is een zekere graad van branchevervaging aan de gang.

(8) Voor een uitdieping van deze stellingen verwijzen we de lezer naar het speciaal nummer van *Revue d'Economie Financière*, Parijs, december 1987 en de daar opgegeven literatuur.

Tenslotte is er de stelling m.b.t. de omloopsnelheid van het geld. De liquiditeitsvoorkeuren van de economische agenten zijn variabel en dus meer onvoorspelbaar dan vooropgezet door het monetarisme. Dit verklaart ondermeer ook de terugkeer naar de discontopolitiek in vele landen.

Onzes inziens is vooral de basisstelling van het monetarisme fout over de zogenaamde neutraliteit van het geld. Het geld is meer dan louter etiket of numéraire, geplakt op de kringlopen van de reële sfeer. Het heeft een eigen, d.w.z. een intrinsieke waarde. Het kan b.v. opgepot worden of integendeel sneller circuleren, naar gelang het economisch klimaat. Het activeert of verstroeft de kringlopen. In onze moderne economieën, met hun ontwikkelde financiële bovenbouw en uitgesponnen kredietkettingen, lijkt de neutraliteit van het geld ons een wereldvreemde hypothese.

Trouwens, tegenover de aandelenbeurs hebben de monetaristen een schizofrene houding :

1. Terwijl in de markten van goederen en diensten de stijging der prijzen ongenadig wordt afgedaan als (perverse) inflatie, lijkt deze banvloek niet van toepassing op de driftig klimmende aandelenkoersen (9).
2. De klim van de koersen maakt dat het aandelenkapitaal, vanuit de onderneming gezien, goedkoper wordt dan bankkrediet. Dit vooral indien het uit te betalen dividend door de koersstijging verwaarloosbaar wordt, vooral dan in vergelijking met de relatief hoge reële intrestvoeten. Zodoende ontsnapt de mobilisatie van middelen op de beurs aan de controle van de centrale banken.

De les van dit alles is dat de economische theorie, ook het monetarisme, meer aandacht aan de institutionele matrix en het historisch klimaat moet geven. Een zekere graad van relativering der abstracte axioma's lijkt ons heilzaam, niet alleen voor een beter

(9) In onze vorige studie (L.E.S. n°41, 1987) hebben we gesteld dat de klim der koersen een uitwijksituatie van de prijzendrift was in het deflatoir klimaat van de jaren '80.

begrip van het financiële kluwen maar ook voor een trefzekerder economisch beleid.

2. Het belang van de institutionele matrix

De econoom H. Minsky heeft in een recente studie de invloed van de institutionele matrix aangetoond op de dynamiek van de financiële kringlopen (10). Het gedrag van spaarders, investeerders, speculanten en andere economische agenten is volgens hem niet in geijkte, stabiele patronen vast te leggen. Diensvolgens is hun gedragspatroon tot op zekere hoogte onvoorspelbaar. Dit vormt de intrinsieke uitdaging voor het financieel en monetair beleid. In tegenstelling met de stabiele gedragspatronen (b.v. de stabiliteit van de vraag naar geld) van het monetarisme, werkt Minsky met veranderlijke gedragingen, die ondermeer afhankelijk zijn van :

- a. De institutionele matrix : b.v. de relatieve rol van banken en andere financiële instellingen.
- b. De ontwikkelingsfase waarin de economie zich bevindt : b.v. graad van financiering.
- c. De historisch gegroeide en overgeleverde tradities.

Daarenboven onderscheidt Minsky, ter verduidelijking van zijn stelling, twee prijsvelden in de economie :

- a. De prijsvectoren van goederen en diensten in de reële sfeer ; deze vertonen een zekere graad van stroefheid. Deze markten functioneren vooral via de aanpassing van de kwantiteit en minder op basis van prijsaanpassing ; vandaar b.v. een deel van de werkloosheid als gevolg van de loonrigiditeit.
- b. De prijsvectoren in de financiële bovenbouw die soepeler zijn ; naar boven, maar ook naar beneden : zie bv. de aandelenbeurzen.

De liquiditeitsvoorkeur, de vraag naar m_1 , m_2 ..., alsook de keuze tussen verschillende beleggingen tussen b.v. een depositorekening en

(10) H.P. Minsky, *Stabilizing an instable economy*, New Haven, 1986.

beleggen op de variabele beurs, ligt niet vast. De spaar- en investeedragingen zijn veranderlijk naar gelang het inflatoir of deflatoir klimaat ; naar gelang een stijgende of dalende intrestvoet ; naar gelang een conjunctuur van stier of van beer op de beurs, enz. Maar ook de institutionele matrix is belangrijk als transmissieschakel tussen de financiële en reële sfeer. We hebben er reeds op gewezen dat een systeem van transmissie steunend op bankkrediet meer interest-elastisch is dan een gedesintermedieerd bestel steunend op effectisering. De institutionele verschillen in de financiële kanalen zijn dus bepalend voor de trefzekerheid van het monetair beleid naar gelang het discontopolitiek (open market) betreft of integendeel een aggregaten- of volumepolitiek (11).

Het is niet onze bedoeling alle nut te ontzeggen aan het monetair beleid steunend op de kwantitatieve regeling van de aggregaten m_1 , m_2 , enz. Het kan uiteraard een helpende hand bieden. Onze stelling is veeleer dat een kwantitatief beleid deugdelijker wordt indien gelijktijd ook andere monetaire doelvariabelen in acht worden genomen ; b.v. de pariteit van de wisselkoers en de intrestvoet. Hierbij mogen de monetaire overheden de middelenmobilisatie op de aandelenmarkt niet uit het oog verliezen.

Onzes inziens steunt een deugdelijk monetair en financieel beleid op alle beschikbare instrumenten. Het is liefst een beleid dat rekening houdt met de globale financiële stromen, ook deze die tot stand komen via de aandelenbeurzen. Deze bleven, vooralsnog, buiten het vizier van de monetaristen, wat de trefzekerheid van hun beleid verzwakt.

(11) Zie voor een meer technische analyse : M. Akhtar & E. Harris, "Monetary Policy Influence on the Economy", in *FRB-New York*, winter, 1987 ; Ch. de Boissieu, "La nouvelle politique monétaire française" in *Revue d'Economie Politique*, maart-april, 1987 ; P. Artus, "Politique monétaire, fonctionnement du marché du crédit et innovations financières" in *Revue d'Economie Politique*, jan-febr., 1987 ; D. Duwendag, "Das Konzept der Deutschen Bundesbank : zwischen Geldmengenzielen und zinspolitischer Flexibilität" in *Beihefte zu Kredit und Kapital*, dec. 1987.

3. Het internationaal monetair bestel

Laatst maar niet in het minst is er nog het probleem van het internationaal statuut van de dollar. Sinds vijftien jaar volgt de "greenback" een sinusoïdale beweging : met als bodem de Zwitserse frank en als plafond het Engels pond. Als de dollar tendeert naar één van beide polen, zijn de tijden rijp voor weer eens een slalom. Deze schommelingen zijn vooral hinderlijk voor de Europese export-economieën en, sinds de deficitsituatie van de V.S., ook voor de beleggers in Amerikaans portfoliopapier. Door die schommelingen is er in de Amerikaanse kapitaalmarkt veel speculatieve winst te oogsten maar ook veel verlies te lijden.

Onzes inziens kan een munt, waarvan de devaluatie ingezet wordt voor nationale Amerikaanse belangen, (b.v. de pijnlijke aanpassingen vermijden in het electoraal jaar, enz.) niet langer op efficiënte manier de rol van reserve- en sleutelvaluta spelen voor de overige kernlanden : met name, Europa en Japan. De hevige fluctuaties veroorzaken een totale indeterminatie in het transnationaal goederen-, diensten- en kapitaalverkeer.

In een situatie waarbij de internationale "maatstaf" grillig op en neer schommelt wordt export-, import- en investeringsplanning voor de andere landen wel erg moeilijk. Een illustratie op het vlak van maten en gewichten kan dit verduidelijken. Stel b.v. dat een meter door de markt het ene jaar 93 cm. lang wordt geacht, en het volgende jaar 53 cm., om daarna weer op te klimmen tot 137 cm., enz. Hoe zullen de gebouwen en bruggen er uitzien wanneer de assemblage der onderdelen soms jaren duurt ? Hetzelfde probleem doet zich voor in meerjarige investerings- en exportplannen. Welke dollarmaatstaf of welke meter geldt dan als norm : die van 53 cm. of die van 137 cm. of een gemiddelde tussen de twee ? De willekeur van de hiërarchische gestructureerde en asymmetrische dollarmarkt viert dan hoogtij.

Om deze indeterminatie te vermijden is Europa sinds de middeleeuwen geëvolueerd naar het veralgemeend decimaal stelsel : een meter is nu overal en altijd 100 cm. Alleen de anglo-amerikanen spelen hierin nog apart. Zo ook in het monetaire krachtenveld. Wat meer discipline en homogeniteit zou hierin meer orde op zaken zetten. De krach heeft weer eens getoond hoe afhankelijk we blijven

van een uitzonderlijke situatie, met name de militaire crisis van de jaren '40 en de daaropvolgende hegemonie van de V.S. Maar de concrete situatie is sinds de jaren '70 ingrijpend veranderd. De V.S. kunnen hun hegemoniale aanspraken in de militaire en economische sferen veel minder waarmaken dan vroeger. De historische inertie verschaft hen evenwel nog een asymmetrische invloed in verhouding tot hun fundamentals.

Vanuit Europa gezien liggen twee opdrachten voor de boeg :

- a. Het uitwerken van een monetair systeem met meer stabiele wisselkoersen voor de ganse westerse zone.
- b. Het commercieel en maatschappelijk verankeren van de ECU, als een volwaardige Europese munt.

Het monetarisme percipieert het geld als een koopwaar zoals andere koopwaar, en dus met wisselende waarde. De pariteitsverhouding tussen de verschillende nationale munten wordt dan gezien als een fluctuerende marktvariabele. Maar het geld is niet alleen een ruilmiddel, het is ook een waardemeter voor alle andere goederen en diensten alsook een reserve van koopkracht en vermogen voor de toekomst. En een meter van de waarde is liefst stabiel, teneinde de bovenvermelde indeterminatie te vermijden.

Op nationaal vlak opteert het monetarisme dus (logisch) voor een vaste waarde of vaste koop-"kracht" van de munt. Deze waardevastheid breekt immers de storende inflatieverwachtingen. Maar inzake de pariteit tussen de verschillende munten (de wisselkoersen) laat het monetarisme deze stabiliteitsregel op onlogische wijze los. Deze logica met twee maten en twee gewichten (een stabiliteitsvoorkeur van de interne koopkracht van het geld en een variabiliteitsvoorkeur voor de externe koopkracht) is hoogst paradoxaal. Het wegwuiven van de externe onstabiliteit (variabele wisselkoersen) is niet zo erg in een wereld waar de transnationale stromen relatief gering zijn. Maar in onze wereld worden deze steeds maar belangrijker. We verkiezen een vervolledigd of een globaal monetarisme, met relatieve stabiliteit naar binnen, maar ook waardevastheid naar buiten.

Het ware te hopen dat het Europa van de financiers, dat weldra van start gaat, aan de ECU een lift geeft.

VI. HET JAAR 1992 IS BEGONNEN

Terwijl het officiële of het interstatelijke Europa moeizaam voortzwoegt aan de integratie van de EG, heeft het transnationale Europa van de financiers zich met een donderslag aangekondigd, d.w.z. met de strijd om de controle over de Generale Maatschappij van België. In amper drie weken voltrok zich een concentratie van het voorheen gespreid actionariaat, met polarisatie van de meerderheidsparticipatie in het buitenland. Dit kan zich alleen voordoen in België.

Ons land heeft vanouds een weinig ontwikkeld nationaal bewustzijn. Tijdens de twee jongste decennia is dit nog verder uitgehold door de verderschrijdende regionalisering en/of communautarisering. Het geklungel van de politieke klasse in dit land is nu zover gevorderd dat de subnationale executieven (gewestelijke en communautaire) gevormd worden vóór de nationale. Hierdoor wordt de vorming van een nationale regering een haast onoverkomelijke imbroglio. Het maandenlange kakelen van de partij-madonna's, die windeieren leggen, laat een huiver voor de politieke lilliputterij die op komst is. En dit terwijl steeds meer economische kringlopen transnationaler worden.

De Belgische ondernemingen en holdings vormen door de geringheid van schaal en de mangel aan wettelijke bescherming een weerloze prooi voor buitenlandse overname (12). In onze studie over *Het Lustrum van de Stier* schreven we volgende passus: "De mundialisering van de aandelenbeurzen verhoogt de mogelijkheid van financiële penetratie vanuit een buitenlandse groep en betekent een

-
- (12) De totale kapitalisatie van de Brusselse beurs betekent slechts 0,6 % in de globale kapitalisatie van de 18 westerse beurzen. De meeste Europese lidstaten beschikken over wettelijke bescherming; b.v. een buitenlandse actionaris die meer dan 5 % van het aandelenbezit verwerft, moet zich bekend maken; na 15 % à 20 % treedt de regering op als beschermheer, enz.

nieuwe uitdaging voor de kleine open economieën, met name het verzwakken van de nationale controle over hun aandelenvermogen. De mogelijke overname en controle vanwege grote buitenlandse groepen zullen het (nationaal) management van de open economieën regelmatig voor schut zetten, tenzij een adequate wetgeving ze hiertegen afschermt".

Een minimum aan wettelijke bescherming is nodig. Niet om de overname van de privé ondernemingen volledig te blokkeren, maar wel om de fusies van bedrijven te laten verlopen volgens een coherente en gerijpte strategie van de betrokken partijen ; dus niet volgens de chaotische stroedel van wisselende partners en pokerslagen die de strijd om de GMB te zien gaf. De mundialisering van de economie is een verderschrijdend proces. De wereld wordt een dorp ; althans voor de privé ondernemingen. En in het jaar 1992 wordt de mogelijkheid van vrij verkeer in de EG verder uitgebouwd : naar een meer open kapitaalmarkt en naar een ruime financiële dienstenmarkt met vrijheid van vestiging voor banken en verzekeringsmaatschappijen. Dit zal een adequate bescherming vereisen van de 320 miljoen verbruikers in Europa tegen de komende fusie van bedrijven naar grootschaligheid en macht.

De fusiebeweging is reeds geruime tijd aan gang in de anglo-amerikaanse wereld. Ik zie deze als een intense inzet naar herstructurering, niet alleen van markten, maar ook van bedrijven, d.w.z. van produktiestructuren zowel als van managementstijlen. We evolueren naar ruimere markten en grootschaligere bedrijven. En we noteren tevens een mutatie in de managementverhoudingen. De beweging van fusie en overname brengt in haar kielzog een niet onbelangrijke verschuiving in de beheers- en controlestructuren van de ondernemingen.

In de naoorlogse periode heeft zich ook in Europa, de zogenaamde "managerial revolution" voltrokken. Hierbij hebben de professionele topmanagers het initiatief en de macht naar zich getrokken. Het actionariaat (kapitaal) werd gepercipieerd als passieve partner en verdween in het vage.

De overnamebeweging die van start ging in de V.S., bracht de kapitaalbezitter terug in focus. Deze herschikking in de machtsverhoudingen was ondermeer het gevolg van :

- a. Het falen van professioneel management in enkele van de grootste Amerikaanse ondernemingen.
- b. De forse klim van de beurskapitalisatie, gekoppeld aan een ganse reeks financiële innovaties, die een nieuw type van kapitaalbezitters (dealmakers, portfoliomanagers, opkopers, enz.) in circuit bracht.
- c. De buitenlandse concurrentie die zelfs in Silicon Valley slachtoffers van de overname-beweging maakte.

De overname-beweging is dus het werk van een (nieuw) type kapitaalbezitter of portfoliomanager, die uit is op het realiseren van een ander industrieel weefsel, van een financiële creatie, of op synergie in de management ploeg (13).

Sommige analisten zien de fusie- en de overname activiteit als een stroming gericht tegen de complexe en niet steeds vruchtbare conglomeraatstructuur van sommige industriële bedrijven. Ook op dit vlak is dus een nieuwe fase van de industriële economie, d.w.z. een nieuw ontwikkelingsmodel in wording (14).

De financierisering van de economie, op basis van de bovenvermelde financiële innovaties, schept nieuwe kapitaalenvoloppes die actief ingezet worden voor een strategie van herstructurering. De hiërarchische verhouding tussen actionariaat (kapitaalbezit) en management is in mutatie. De op gang gezette dynamiek is tevens de benadrukking van de eis voor hoger financieel rendement bij het

-
- (13) De literatuur hierover is nog beperkt ; hier volgen enkele titels : M. Johnston, *Take Over*, Arbor House, 1986 ; D. Nora, *Les possédés de Wall Street*, Parijs, 1987. In het boek van Dominique Nora is een zinsnede te lezen die aantoonst dat deze jonge dame een helderziende kijk op zaken heeft. We citeren : "Les pays le plus libéraux en matière d'O.P.A. sont la Grande-Bretagne et la Belgique... Les prises de controle, y compris sauvages, s'y déroulent un peu 'à l'américaine'. Mais c'est la Belgique qui, avec ses gros holdings alléchants, serait le véritable "ventre mou" de l'Europe".
 - (14) Om het met een meetafoor te zeggen : "big is powerful, small is beautiful, but only the combination of the two is successful".

vernieuwen van het industriële productieproces. Deze eis geldt evenzeer voor de sector van de dienstenverlening, b.v. van banken en van verzekeringsmaatschappijen. We percipiëren de overname- en fusiebeweging als een Schumpeteriaanse doorbraak van de bedrijfswereld naar vernieuwing tegenover de gedefaseerde macro-economische beleidswereld. Tijdens de jongste jaren heeft het macro-economisch beleid teveel gesteund op falende post-keynesiaanse en monetaristische paradigma's.

Reeds in 1912 stelde de economist Schumpeter in zijn boek : "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung" dat het kapitalisme in zijn dynamiek werd voortbewogen door "sprunghafte neue Kombinationen" die na een min of meer lange incubatieperiode de verstarring doorbreken. De ontwikkeling is volgens Schumpeter een voluntaristisch project van "creatieve destructie" gestuwd door ondernemers. Deze houden niet van orde, rust of evenwicht en zetten hun energie in om nieuwe productiecombinaties en organisatieschema's, andere managementstijlen door te duwen, alsook om nieuwe producten te lanceren of om onontgonnen markten te openen (15).

Sinds de groeivertraging van halfweg de jaren zeventig hebben we deze visie in Europa minder in praktijk gezien. Niet weinig ondernemingen worden nu geleid door topmanagers die wegens hun afkeer voor risico niet beantwoorden aan Schumpeter's ondernemerschap. In plaats van de crisis te overwinnen door vernieuwing en herstructurering hebben een deel van onze managers gekozen voor de socio-politieke zuurstoftent, d.w.z. voor subsidies van de overheid. Allerlei tekenen wijzen erop dat we in Europa in een fase van schumpeteriaanse "mutatie" treden met in haar kielzog

(15) In het galante Wenen van zijn tijd was J. Schumpeter "un enfant terrible". De industriële ondernemers en de financiers optillen tot gangmakers van ontwikkeling kwam bij de aristocraten en de elegante burgerij over als smaakloze nieuwlichterij. Zij waren maatschappelijk en economisch behoudsgezind en zagen de ondernemers veeleer als omwoelers van hun traditionele orde. Maar in de wereld van kunst en cultuur, met de muziek van Mahler, de schilderkunst van Klimt en Kokoschka, de psychoanalyse van Freud en de filosofen van de "Wiener Kreis", was Wenen vol van creatieve destructie.

nieuwe strategieën en synergieën. Bij afwezigheid hiervan loopt men nu het risico van de overname. Enkele Amerikaanse en Japanse reuzen staan reeds op de uitkijktoren met de schijnwerpers gericht op ons continent : UNAT, Chase, Morgan, Citibank, Fudji bank, enz. Maar ook Europese groepen (Barclays, Contingency, Helvetia, Generali, Allianz, UAP, Axa, AGF, enz.) werken nu reeds plannen uit van fusie d.w.z. van markttuitbreiding ; niet door interne groei, maar wel door overname of associatie met als scharnier een holding of een ander aangepast instrument.

In de jaren 1986-'87 noteerde men in de V.S. ongeveer 72 % fusies, gewenst door beide partijen en 28 % "onvriendelijke" overnamen. Deze laatste veroorzaken vaak een bittere strijd voor aandelen ; met het gevolg dat de koersen ver boven de reële waarde opspiralen. In een beurs met frequente overnamestrijd is vlugge en vlotte winst te halen : voor aandeelhouders en makelaars.

Het gevaar is dan niet denkbeeldig dat de energie van een deel der topmanagers meer gemobiliseerd wordt door deze lucratieve maar speculatieve operaties, dan door het prozaïscher produktiemanagement. De strijdvaardigheid van de financiële managers (van investeringsbanken, holdings en institutionele fondsen) heeft tot gevolg dat de produktiesfeer (hetzij van nijverheidsprodukten of van diensten, zoals verzekering en bankwezen) meer dan vroeger in de greep komt van louter financiële strategieën. De financierisering van de economie stelt de rendementswet op korte termijn meer in focus. Maar de reële sfeer heeft haar eigen allocatieve logica en vernieuwingswet bij de aanwending van middelen. Deze is meer gericht op middellange termijn. De meest vruchtbare fusies en/of overnamen zijn deze waarbij een vruchtbare koppeling tot stand komt tussen de reële sfeer en de financiële bovenbouw.

Tenslotte lijkt nog een laatste punt zeer belangrijk, met name de organisatie van de manageriale synergie. In het perspectief van 1992, zijn in Europa vooral transnationale fusies en overnamen te verwachten. In de toekomst zal de top van de Europese bedrijfswereld samengesteld zijn uit multinationale ploegen. Aangezien elk bedrijf tot op zekere hoogte zijn eigen marktgewoonten heeft, zijn eigen bedrijfscultuur koestert, alsook steunt op zijn eigen strategie en op zijn semantiek van communicatie

enz. zal de cohesie, bij etnische en linguïstische multinationalisering van de topploeg, niet vanzelf komen.

Aan de harmonieuze samenstelling van topploegen waarbij leden komen uit verschillende taalculturen, bedrijfsculturen, opleidingskanalen, enz. zal liefst veel tijd en zorg worden besteed. In sommige multinationale bedrijven heeft men het geprobeerd met een geijkt, cosmopolitisch managementmodel, dat aan alle medewerkers vanaf een zeker niveau wordt ingetimmerd. Deze manier van werken wierp in vele gevallen weinig bevredigende resultaten af. Hierbij verliest men ook de synergie als resultaat van culturele diversiteit. Een multinationalaal bedrijf kan geen toren van babel worden. Maar het zou er goed aan doen de manageriale eigenheid van elke etnische groep te benutten in harmonische samenwerking, d.w.z. met neutralisering van mogelijk cultureel chauvinisme. Voor Europa kan het een boeiende ervaring worden.

In de naoorlogse periode zijn vele managementscholen uitgegroeid tot succursalen van de MBA-opleiding in de V.S. Daarna is de mode van het Japanse model gekomen. Ik sta een Europees model voor, zonder complexen tegenover de buitenlandse, met optimale benutting van de multi-culturele diversiteit en synergie. Nu het jaar 1992 is begonnen, ware het wenselijk dat een Europees netwerk inzake managementopleiding tot volle ontplooiing komt. De topleiders van de gefusioneerde of in associatie werkende bedrijven zullen zich op deze culturele uitdaging moeten voorbereiden.

Ook op bedrijfstechnisch vlak is een mutatie op komst. De bedrijfswerking die vooral voor dienstenbedrijven zoals banken en verzekeringen "per land" is uitgebouwd, zal in de toekomst aanleiding geven tot een bedrijfswerking die tendeert naar "segmentering" op basis van specifieke of geprofileerde cliënteelgroepen, distributiekkanalen en markten. Deze organisatie op basis van transnationale markten en distributiekkanalen (vooral in een strategie van "directe marketing") zal van de topploegen creatief invoelingsvermogen vergen om de verschillende sensibiliteit en mentaliteit der cliënteel in de onderscheiden markten positief op te vangen.

VII. BESLUIT

Europa is in een nieuwe ontwikkelingsfase getreden waarbij de transnationale weefsels van de economische en financiële markten verder worden uitgebouwd. Het Europa van de financiers zal nieuwe combinaties brengen in de bedrijfsfunctionering alsook verschuivingen in de marktsegmentering. Er zal ook schaalvergroting plaatsgrijpen gestuwd door financiële strategen en managementploegen van multi-etnische samenstelling. Het is een uitdaging waarbij de creativiteit en de dynamiek gesteund op culturele diversiteit aan bod zal komen.

Hierbij kan de verdere uitbouw van het Europees Monetair Stelsel (EMS) functionerend op een volwaardige eigen munt (ECU) een cataliserende rol vervullen. Op dit ogenblik speelt het Verenigd Koninkrijk nog niet mee in het EMS. Deze afzijdigheid stelt problemen. Opmerkelijk is de asymmetrie in het Europees financieel en monetair bestel. De Duitse mark is Leitwährung in het EMS ; maar de Duitse kapitaalmarkten en beurzen zijn sterk gefragmenteerd en relatief onderontwikkeld. Daarentegen vormt de Londense City een financiële draaischijf van formaat. Deze asymmetrie op het monetair en financieel vlak is een hindernis voor de volle ontplooiing van een Europese markt. De oplossing ware dat Duitsland zijn financiële bovenbouw voller en innovatiever uitbouwt en dat het Verenigd Koninkrijk ophoudt met de monetaire apartheid. Deze is een historische defasering in de Engelse mentaliteit, een overblijfsel van vroegere, maar teloorgegangene hegemonie.

Ook de economen worden uitgenodigd voor een ernstig gewetensonderzoek. De economische theorie heeft de voeling en dus de greep met de werkelijkheid enigszins verloren. De herbenadrukking van het neoklassiek paradigma (de walrasiaanse evenwichtshypothese voor de kringlopen en de rationele verwachtingshypothese voor de economische agenten) lijkt ons werkelijkheidsvreemd en onvruchtbaar. Deze denkstroom heeft zich mede met het monetarisme, als "nieuw" geprofileerd op de ruïnes van de voorafgaande Keynesiaanse consensus. Op methodologisch vlak bezondigen de drie stromen zich (Keynesianen, monetaristen en nieuwe neoklassiekers) ongeacht hun ideologische verschillen, aan dezelfde scheefgroei. Zij werken met theoretische reïnculturen en houden zich teveel bezig met deelproblemen en technische details.

Zij hebben te weinig aandacht voor de concrete economische en financiële werkelijkheid "in globo". Hierdoor is veel theoretisch werk werkelijkheidsvreemd en onbruikbaar voor een doeltreffend beleid.

De economen zouden meer aandacht moeten hebben voor de historische, sociale, culturele en institutionele matrix van het economisch gebeuren. Onze wereld in volle kentering heeft meer nood aan economen die samen denken met filosofen en met cultuursociologen aan de oplossing van onze problemen. Hierbij kan een herbronning bij de grote denkers van vroeger verfrissend werken. Vele hedendaagse economen doen de lectuur van de oude auteurs af als een "archeologische" excursie, d.w.z. als romantisch maar niet nuttig. Nochtans, in zijn meesterwerk *The Constitution of Liberty* (1960), schrijft het boegbeeld van de liberale economie, Friedrich von Hayek, met fijne ironie over de zoete maar valse troost, die schuilt in de hypothese van walrasiaanse evenwichten en rationele verwachtingen. Na een leven van filosofische en economische reflectie komt deze veteraan van de liberale economie tot het serene (volgens mij werkelijkheidsconform inzicht) dat de vrije markten ook kunnen falen. Feilbaarheid is het lot van mensen. Het is "la condition humaine". We citeren: "The market process is thus a response to the most radical scarcity of all, scarcity of knowledge, and always rests on the unavoidable ignorance of market participants".

Deze wijze uitspraak treden we graag bij. Zij is tevens een uitnodiging om een meer concrete methode aan te wenden. Een methode die de abstracte affirmaties relateert vanuit de historische en de institutionele matrix. Immers, methodos betekent in het Grieks "de beste weg". Van belang is ook de ontwikkelingsfase waarin de economie verkeert. De mundialisering, de spectaculaire expansie van de financiële bovenbouw, de management in culturele diversiteit, de creaties van supranationale monetaire zone's, enz. geven ons in de komende jaren, hiervoor voldoende stof (16).

(16) Bij het lezen van de grote auteurs over de 19e eeuwse controverse tussen *Currency School* en *Banking School* verkrijgt men soms meer inzicht in de problematiek van financierisering, enz. dan in de hedendaagse abstracte modellen.

In de Oudheid, ongeveer twee millennia en een half geleden, beleefde men reeds een strijd tussen twee opvattingen over economie : de Indiase, die de allocatieve logistiek benadrukte, en de Griekse die de economische bedrijvigheid percipieerde als ingebed in de socio-politieke en ethische dimensie (17). De westerse wereld, hierin geïnspireerd door de voorafgaande mediterrane culturen, opteerde tot voor kort voor de Griekse, d.w.z. voor de globale visie ; dit ten nadele van de technocratische allocatie-redenering.

De hedendaagse economische theorie ging de weg terug naar het technocratische paradigma. De tijden lijken ons rijp om zich te herbronnen op basis van de Griekse en de daaropvolgend mediterrane denkstromen.

(17) Tijdens de Mauryan dynastie schreef een raadgever aan het hof, met name Kautilya zijn meesterwerk *Arthashastra*, wat in het Sanskriet letterlijk "instructie over economie" betekent. Hiertegenover brachten Plato en vooral Aristoteles hun globale visie over economie, met aandacht voor de ethische, sociale en politieke dimensies.